

정책이 제도화에 미치는 영향 분석 : 금융정책과 자본시장제도화를 중심으로

An Analysis of Policy Influence on Institutionalization :
Focusing on Financial Policy and Capital Market Institutionalization

박 계 옥*

Park, Gae-Ok

Ⅰ 목 차 Ⅰ

- I. 연구 목적
- II. 선행 연구 및 이론적 배경
- III. 금융자유화 정책 추진
- IV. 연구방법
- V. 금융정책이 자본시장의 제도화에 미친 영향 분석 결과
- VI. 결론 및 정책학적 시사점

이 글은 제도주의 경제학의 관점에서 금융자유화 정책이 자본시장의 제도화에 미치는 영향을 변수지향적인 통계적인 기법을 통해 분석하였다. 독립변수(금융자유화 정책), 매개변수(재산권변화 : 자본화율, 거래비용변화 : 시가총액회전율), 종속변수(자본시장의 제도화: 증권유통 → 증권발행)간의 관계를 분석하였다. 그 결과로 금융자유화는 자본화율 보다는 시가총액회전율을 높이는데(즉, 거래비용을 낮추는데) 더 기여하고, 시가총액회전율은 증권유통시장 보다는 증권발행시장에 더 큰 영향을 미친다는 점을 발견하였다. 이는 1997년을 전환점으로 시행된 금융자유화 정책이 자본시장을 제도화하는 데 상당한 영향을 미치고 있음을 의미한다.

□ 주제어: 금융정책, 자본시장, 제도화, 자본화율, 시가총액회전율

* 서울시립대학교 행정학과 박사과정(영국 런던대학교 정치학과 박사과정 1년 이수)

논문 접수일: 2009. 11. 6, 심사기간(1,2차): 2009. 12. 8 ~ 2009. 12. 24, 게재확정일: 2009. 12. 27

This article employs a variable-oriented statistical method to analyze, from an institutional economics point of view, the influence of financial liberalization policy on the institutionalization of the capital market. The relationship between the following variables are analyzed: financial liberalization policy as the independent variable, property right changes (capitalization rate) and transaction cost changes (turnover ratio of market value) as mediating variables, and institutionalization(from circulation to issuance of securities) of the capital market as the dependent variable. The analysis finds that financial liberalization policy contributes more to the rise in turnover ratio of market value (or reduction in transaction costs) than capitalization rate, and the turnover ratio of market value has a larger impact on the primary market. This shows that the policy to liberalize the financial market implemented in the turning point of 1997 greatly affects the institutionalization of the capital market.

□ Keywords: financial policy, capital market, institutionalization, market capitalization, turnover ratio of market value.

I. 연구 목적

많은 정책학 연구들이 특정제도의 도입, 변천에 초점을 맞추는 경우가 많았음을 생각할 때, 행정·정책학 연구에서 제도(institution)의 개념이 차지하는 비중은 매우 크다고 할 수 있다. 그렇지만 정책과 제도간의 관계에 있어서 두 변수 중 어느 것이 독립변수이고 다른 한 쪽은 종속변수인가에 대한 경험적인 연구는 그렇게 많지 않았던 것 같다. 오히려 정책과 제도의 구별 없이 동일한 의미를 갖는 것으로 보고 연구를 하는 경향이 강했다.

1980년대 이후 역사적 신제도주의 등장은 정책과 제도의 관계에 대해 관심을 갖게 하는 계기가 되었다. 역사적 신제도주의에서는 직접적으로 언급하고 있지는 않지만 정책을 제도의 종속변수로 보는 입장이라고 할 수 있다. 이에 비해 합리적 선택 신제도주의에 기반을 둔 신제도주의 경제학에서는 제도가 사회내의 개인의 행동을 완전히 결정하는 것이 아니고, 오히려 개인들이 자신들의 거래비용을 최소화하기 위해 기존의 제도를 바꾸어 나갈 수 있다고 본다. 이 입장을 더 확장하면, 정부가 바람직한 사회를 실현하기 위해 시행하는 정책을 통해서

개인들의 행태를 변화시킬 때 새로운 제도가 생성된다고 추론할 수 있다. 따라서 합리적 선택 신제도주의는 정책을 독립변수로, 제도를 종속변수로 보는 것 같다.

일반적으로 정부정책은 공익실현을 위해 국민들의 의식과 행태를 바꾸려는 의도를 갖고 수립되어 시행된다. 즉, 기존의 제도를 바꾸려는 의도에서 추진되기도 하고 시대의 변화에 맞게 새로운 제도를 만들기 위해서 정부정책이 시행된다는 점을 고려할 때 제도주의 경제학(합리적 선택 신제도주의)의 입장을 따르는 것이 타당하다고 생각된다. 따라서 '정부의 기본방침인 정책을 시행할 때 그 영향력이 관련제도에 어떻게 스며들어 제도화(또는 제도변동)가 이루어지는가?'에 대한 경험적인 연구가 필요하다고 본다.

최근 행정학과 정책학에 신제도주의 경향이 확산되고 있는데, 신제도주의가 정책학의 연구에, 더 구체적으로 말하면, 정책과 제도의 관계 연구에 던지는 이론적인 시사점을 네 가지 정도로 좁혀서 생각할 수 있다. 첫째, 정부, 기업 등 제도자체를 연구하는 것이고 둘째, 정부의 정책수단으로서 제도에 관한 연구인데 이는 정책과 제도를 동일시하는 경향이 있는 것 같다. 셋째, 정부와 민간영역(기업 등)의 상호작용에 의해 형성되는 제도(또는 제도화)에 관한 연구이다. 끝으로 민간영역에서 자생적으로 생성되는 게임의 룰로서 제도에 관한 연구이다¹⁾.

이 연구에서는 신제도주의 경향에 맞추어 금융자유화 정책의 변동이 자본시장의 제도화에 미치는 영향을 변수지향적인 경험적인 연구를 통해 규명하고자 한다. 이는 위에서 설명한 정책과 제도 관계의 세 번째 연구경향에 근거를 두고 있다. 신제도주의 경제학의 입장에서 금융정책의 변동이 자본시장의 제도화(선진화)에 미치는 긍정적인 영향을 '거시적 총량적인 통계자료'를 분석하여 검증하고자 한다. 이 때 제도화(institutionalization)²⁾는 어떤 제도가 형성되어 그 기능과 역할이 점차 심화되어가는 과정 즉, 제도가 형성된 후 정착되어 가는 진화과정(evolutionary process)을 말한다. 제도화는 낮은 수준의 제도가 높은 수준의 제도로 선진화하여 그 기능이 고도화되는 것을 말한다.

이 연구에서는 정부의 정책변동을 독립변수로 하고, 시장에서 관련제도가 형성되어 그 기능과 역할이 점차 심화되어가는 과정 즉, 제도가 형성되어 정착되어 가는 과정(evolutionary process)을 제도화(institutionalization)³⁾로 본다. 그리고 이를 종속변수로 설정하고자 한다.

1) 김난도. 신제도경제학의 제도개념과 정책연구. 한국행정학회보 제6권 제1호.

2) Tolbert, Pamela and Zucker, Lynne 'The Institutionalization of Institution Theory' in Handbook of Organization Studies, edited by Stewart R. Clegg et al(1996). : Sage Publication. p.181. 사공영호 (2008), 조직의 제도화 메커니즘, 한국정책학회 하계학술대회 발표 논문. 정진민(2008). 정당정치의 제도화와 한국 정당의 과제. 한국정치연구 제 17 집 제2호.

3) 정용덕 외(1999). 신제도주의 연구. 대영출판사. pp. 89-137.

이들 변수간의 관계를 통계분석을 통해 구체적으로 규명할 것이다. 더 나아가, 정책변동(독립 변수)과 제도화(종속변수)간의 매개변수를 신제도주의 경제학에서 말하는 재산권의 변화, 거래비용의 증감으로 설정하여 세 변수간의 관계를 밝혀내고자 한다. 이 분석에 있어 변수들 간의 상관관계는 물론 인과관계와 영향의 정도를 나타내는 회귀관계를 살펴보고자 한다.

요컨대, ‘개인의 재산권 구조조정과 관련된 금융정책의 변동이 자본시장 제도의 제도화에 미치는 영향을 통계적으로 분석’하고자 한다. 정부의 금융정책의 변동을 독립변수로 하고, 자본시장의 제도화를 종속변수로 설정하여 이들 변수간의 관계를 통계분석(spss)을 통해 규명하고자 한다. 자본시장(capital market)은 개인 재산권과 깊은 관련이 있는데, 이 제도에 영향을 미치는 금융자유화 정책의 변동이 개인 또는 기업들의 재산권 및 거래비용에 변화를 초래하여 자본시장이 활성화된다는 것을 밝히고자 한다.

여기서 자본시장의 제도화는 유가증권의 유통을 주로 하던 자본(증권)시장이 기업들이 필요한 자금을 직접 조달하는 유가증권 발행 중심 시장으로 그 기능이 선진화되는 것을 의미한다⁴⁾. 자본시장 제도와 직접적인 관련이 있는 정책은 ‘자본시장 육성’ 정책이겠지만 이 정책은 금융정책의 일부분에 지나지 않고, 정책적으로 미미한 수준이었으며, 본격적인 자본시장 육성정책은 2007년을 전후해서 전개되었음을 감안하여 이 연구에서는 금융 자유화정책과 자본시장의 제도화의 관계를 규명하게 되었음을 밝혀둔다.

II. 선행 연구 및 이론적 배경

1. 선행연구 검토

정부의 정책은 제도에 대하여 어떤 위치에 있는가? 많은 경험적인 정책학 연구들이 특정제도의 도입, 변천에 초점을 맞추는 경우가 많았음을 생각할 때, 행정·정책학 연구에서 제도(institution)의 개념이 차지하는 비중과 중요성은 매우 크다고 할 수 있다. 그렇지만 정책이

사공영호(2008), 조직의 제도화 메커니즘, 한국정책학회 하계학술대회 발표 논문.

정진민(2008). 정당정치와 제도화와 한국 정당의 과제. 한국정치연구 제 17 집 제2호.

4) Zysman, J. (1983). *Governments, Markets and Growth : Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press.

제도변동을 유도하는 독립변수적인 기능을 하는지 아니면 정책이 기존제도의 영향을 받는 종속적인 기능을 하는지에 대한 경험적 실증적 연구는 드물었던 것 같다. 대개 정책과 제도의 구별 없이 동일한 의미를 갖는 것으로 혼용하는 경향이 많았던 것 같다.⁵⁾

연구의 큰 흐름을 보면, 역사적 신제도주의에서는 제도는 국가를 형성하고 있는 ‘구조적 틀’이라고 하면서 이러한 제도의 산물이 정책이라고 보는 것 같다. 그들은 제도의 범주에 국가의 구조적 틀을 형성하는 정당시스템의 구조, 정부조직들의 구조, 노동조합 등 경제조직들의 구조, 그리고 이들의 정부조직과의 관계 등을 제도적 요인으로 본다. 역사적 신제도주의는 이런 제도적 구성변수들이 정치 경제 사회적 생활관계를 건설하는 벽돌과 같은 역할을 한다고 본다. 이는 제도가 정책선택을 제약한다는 것을 의미한다. 다시 말하면, 정치과정 또는 정책결정과정에서 정책결정자들이 이용할 수 있는 선택의 범위는 제도적 구조 혹은 제도의 틀에 의존하게 되고, 이러한 틀 안에서 정책관련자들 간의 상호작용에 의하여 도출된 결과가 정책이라는 것이다.

이에 비해, 합리적 선택 신제도주의의 관점에서는 제도를 행위자의 행위를 제약하는 행위 규칙으로서 공식적 또는 비공식적 규칙을 포괄하는 개념으로 폭 넓게 정의하고 있다. 이 관점에서는 정책을 공식적인 제도의 한 형태라고 보면서도⁶⁾ 한편으로는 제도에 대한 독립변수로서의 역할도 인정하는 것 같다. 개인들이 자기 이윤을 극대화하기 위해 제도를 시대상황에 맞게 합리적이고 점진적으로 변화시켜 나갈 수 있다고 본다. 이런 입장은 제도가 재산권과 거래비용 그리고 제도학습을 핵심적 구성요소로 한다⁷⁾고 보는 North등 합리적 선택 신제도주의적 관점에서는 당연한 결론이라고 생각된다.

2. 민주주의와 시장주의 비교

여기에서는 정책과 제도를 구분하여 정부정책의 변동(독립변수)이 관련 제도의 제도화(또는 제도변화: 종속변수)에 영향을 미칠 것이라는 기본가정을 뒷받침하는 논거로서 정책과 제도에 대한 정치경제학적 논리를 제시하고자 한다.

5) 정정길(2002). 정책과 제도의 변화과정과 인과법칙의 동태적 성격. 한국정책학회보 11(2): 255-272.에서는 정책과 제도를 혼용하고 있음.

6) policy as an expression of formal institution이라는 입장.

7) North. D(1990). Institutions, Institutional change and Economic Performance. Cambridge University Press.

먼저 민주주의와 정책결정의 관계를 설명하고 시장주의를 제도의 변동(또는 정착과정)과 관련지어 설명하고자 한다.⁸⁾

1) 민주주의와 정책

정치경제학적 입장에서는, 사회를 조직하고 통제하는 두 가지 기본원리 또는 방법(basic principle or methods)을 정부와 시장으로 파악하는 경향이 강하다. 정부는 권력 또는 권한(power or authority)을 상징하고, 시장은 민간의 자유로운 교환관계(exchange relationship)를 상징한다.⁹⁾ 여기서 정부는 구성원의 행위를 조정하기 위해서 권력을 사용할 독점적 지위에 있다. 정부는 권력을 독점하기 때문에 정부를 구성하거나 정부의 의사를 결정하는 정치행위에는 구성원 모두가 참여하여 결정하는 '1인 1표의 원리'가 적용되어야 한다. 이렇게 하여 정부의 정당성이 확보되는 것이다.¹⁰⁾

시장과 달리 정치과정에서 '1인 1표의 원리'에 의해 탄생한 정치권력은 본질적으로 중앙집권적일 수밖에 없고 탈 중심화하기가 쉽지 않다.

이러한 정치과정은 <그림 1>과 같이 유권자 한 사람 한 사람이 바람직한 공동체의 질서에 관심을 두고 한 표씩 행사하여 정치적 질서 또는 정책을 새로 도입하거나 기존 정책을 변동시켜 나간다고 할 수 있다.¹¹⁾ 이렇게 결정된 집합적 결정(collective decision)은 전체 국민을 상대로 정부를 통해서 실현되고 그 실효성을 확보하기 위해 획일적으로 집행된다.

다원주의 정치학자인 Easton의 견해에 따르면 정치란 '사회적 가치의 권위 있는 배분'라고 정의된다.¹²⁾ 그는 기존의 국가현상설, 권력현상설의 한계에서 벗어나 보다 확대된 정치적 삶의 지평을 함축하고 있는 정치체계(political system)를 도입하고, '한 사회의 권위적인 정책의 수립이나 그 집행에 중요한 영향을 미치는 모든 종류의 활동'을 정치라고 정의한다. 다시 말해, 정치를 '정책현상설'의 입장에서 고찰한다.

사회는 다양한 선호와 이해관계를 가진 무수한 정치적 개인들로 구성되는데 이들은 자신들의 선호와 이익을 최대한 누리기 위하여 이익단체를 형성하여 자기들의 선호와 이익을 결

8) 조홍식(2007), 민주주의와 시장주의, 박영사. 를 참조하여 구성하였음.

9) 최병선(2004), 정부규제론, p. 7.

10) 조홍식(2007), 민주주의와 시장주의, 박영사. p. 29.

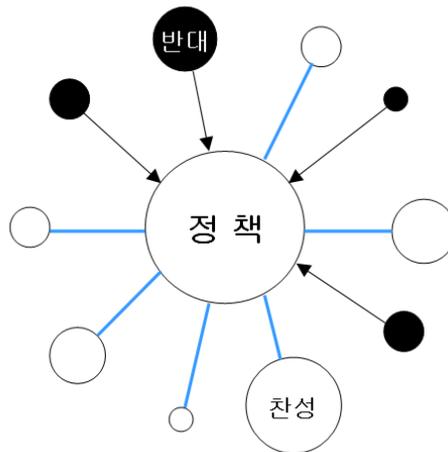
11) Alford. R and Friedland. R(1985). Powers of Theory: Capitalism, the State, and Democracy. Cambridge University Press. pp. 83-111.

12) Easton, D(1953), The Political System. pp. 126-130.

집(interest aggregation)하고 이를 대외적으로 표출(presentation)하는 과정을 거친다. 정치인이나 정당들은 대의기관으로 활동하면서 표로 환원되는 국민 또는 이익단체들의 정치적 지지를 획득하기 위해 상호 경쟁 한다.¹³⁾ 이런 경쟁을 통해서 정권을 쟁취하기 때문에 정치인들은 이익집단이 결집하고 표출한 선호에 관심을 갖지 않을 수 없다.

이와 같이 정치과정을 통해서 다양한 선호와 이익들이 경쟁적으로 결합하거나 수용됨으로써, 결국은 다수결의 원칙에 의해 우위를 점하는 집단, 단체 그리고 정당의 선호나 이익이 정부의 정책으로 반영된다.¹⁴⁾ 구체적으로 말하면, 자기들의 이해관계에 부합되는 방향으로 사회적 가치를 배분한다는 것이다.

<그림 1> 다수결 원칙에 의한 정책결정



하이에크는 이런 과정을 거쳐 형성된 질서를 자생적 질서와 구별하여 인위적 질서(manmade order or taxis)로 칭한다.¹⁵⁾

결론적으로 말하면, 인위적 질서 또는 정책은 구성원들의 상대적 정치력과 기존 정치세력의 선호체제에 의하여 결정된다는 것이다.

13) 선학태(2995). 민주주의와 상생정치: 서유럽 다수제 모델 vs 합의제 모델. 다산출판사.

14) 서울대 정치학과 교수 공저(2007). 정치학의 이해. 박영사. pp.257-293.

15) Parsons(2003). Public Policy : An Introduction to the Theory and Practice of Policy Analysis. Edward Elgar. pp.50-51.

2) 시장주의와 제도

시장에서의 자발적 교환관계는 중앙정부 차원의 계획과 조정을 받붙이지 못하게 한다. 시장은 무수히 많은 구성원들이 서로에 대하여 맺는 개인 대 개인의 교환관계로 구성된다. 따라서 교환은 강제력이 동원되지 않고도 거래 쌍방 간에 자발적으로 조정이 이루어지도록 한다. 시장주의 내지 경쟁적 자본주의는 이와 같이 자발적 교환을 통해 조직되고 조정되는 사회의 운영원리라고 할 수 있다.

요컨대, 시장은 중앙정부의 기획, 간섭, 조정 등 개입이 없이도 수많은 가계와 기업 등 경제주체들 사이의 개별적·자발적 교환관계만으로 형성되거나 유지된다.¹⁶⁾

그렇지만 시장에서 활동하는 모든 경제주체들이 상대방으로부터 자신들이 원하는 것은 무엇이든 취할 수 있다는 의미는 결코 아니다. 교환당사자 사이의 관계는 당사자의 '상대적' 교섭력(bargaining power)에 의하여 형성되기 때문이다. 교환관계는 그 당사자가 제3자의 개입이나 간섭 없이 오로지 자기의 효용만을 고려한 후 자유롭게 교섭 또는 거래하여 결정할 수 있다는 것이다. 그렇다고 하더라도 상대방의 자유의사를 좌우할 수 없고 시장에는 교환과 거래의 관행으로서 게임 룰(제도)이 존재하기 때문에 결국 교환관계는 완전한 교섭력이 아니고 상대적인 교섭력이다. 이런 교섭력은 교환관계의 당사자가 상대방에 대해 자신의 의사를 관철시킬 수 있는 의사추진력이라 할 수 있다.

이는 교환관계의 상대방이나 거래관행에 따라 바뀌는 상대적인 개념이지만 본질적으로 경제주체의 '구매력'에 의하여 좌우된다. 구매력은 시장 수요자의 입장에서 보면 그들이 가용할 수 있는 화폐의 양이라 할 수 있고, 공급자 입장에서 보면 그들이 제공할 수 있는 제품의 질을 말한다. 보다 큰 구매력을 가진 경제 당사자는 교환관계의 형성 및 거래관계의 일정한 패턴으로서의 제도의 정착에 그 만큼 큰 결정력을 형성한다고 말할 수 있다. 시장에서의 거래관행으로서 제도는 시장에 참여하는 경제주체들의 구입가능성(availability)인 구매력에 바탕을 둔 '1원 1표의 원리'에 의해 아래 <그림 2>와 같이 형성된다.

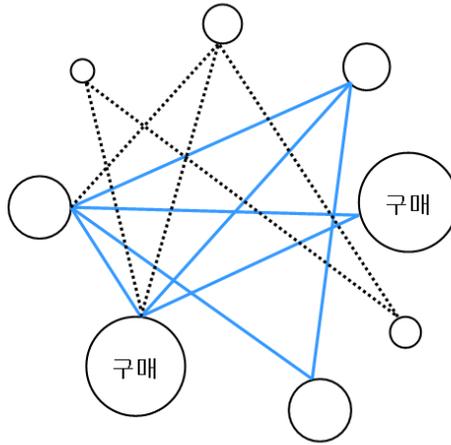
하이에크는 이렇게 자생적으로 생성된 제도 또는 질서를 자생적인 질서(spontaneous order or cosmos)라고 칭하였다.¹⁷⁾ 다시 말해, 시장에서 자생적으로 생성되는 일정한 거래 패턴을 '수많은 사람들의 반복되는 행위의 결과이지만 인간이 설계한 결과가 아닌 자연발생적인 질서'라는 것이다. 이러한 자생적 질서의 형성에는 그 구성원인 개개인들은 자신의 선호

¹⁶⁾ Friedman, M(1982), *Capitalism and Freedom*. p.13.

¹⁷⁾ Hayek(1982), *Law, Legislation, and Liberty: Rules and Order*. p.36.

(preference)를 오로지 1원 1표의 원리에 의해 비례적으로(proportional)행사 할 수 있다.

<그림 2> 시장에서 제도변화



시장에서 활동하는 경제주체들은 가격 변동, 자기가 소유한 재산권의 변화, 거래비용의 변화를 가져오는 사회 경제적인 여건변화가 있을 경우 기존의 거래질서(그림 2의 점선부분)에서 탈피하여 새로운 방식(그림 2의 실선부분)을 모색하게 된다. 그들은 자신의 이익에 침해를 받지 않는 방향 또는 자신의 이익을 극대화할 수 있는 방향으로 행위를 전개하려 할 것이다.

이런 현상은 정부정책이 시행될 때도 일어난다. 구체적으로 설명하면, 각 개인들은 자신의 이해관계와 직접적으로 관련이 있는 새로운 정책과 그 영향을 터득하고, 관련이 있는 지식, 정보, 기술 등을 습득해나가는 데, 이것을 North 등은 제도학습이라고 한다.

이런 제도학습은 재산권변화나 거래비용의 변화가 초래될 때, 행위자들은 이 변화추이에 맞게 행위를 교정하게 되고 이런 관행이 축적되면 그로 인해 제도화 또는 제도변동이 일어난다.

3. 정책과 제도화 관계

정책의 개념은 정책의 어떤 측면을 강조하는가에 따라 다양하게 정의될 수 있다. 정정길은 정책은 바람직한 사회상태를 이룩하려는 정책목표와 이를 달성하기 위해 필요한 정책적 수단

에 대하여 권위 있는 정부기관이 공식적으로 결정한 기본방침이라고 한다¹⁸⁾. 정치과정적 측면을 강조하는 권기현은 정책이란 정치적 요소와 합리적 요소가 역동적으로 상호작용하고 동태적인 정치적 협상과정을 거치면서 만들어지는 정치과정의 산물이다¹⁹⁾라고 정의한다.

정책은 기술의 발전, 시장에서의 요구 등으로 변화가 일어날 경우 그 정책의 대상이 되는 이해관계 당사자들은 정책학습과 제도학습을 통해 자신들의 행동을 변화시켜 나간다. 이런 제도화의 과정을 Tolbert와 Zucker는 습관화(habitualization) → 객관화(objectification) → 정착화(sedimentation)라는 연속적인 과정으로 정리하고 있다.²⁰⁾ 제도화는 제도가 정착되는 역동적인 과정이라 할 수 있다. 아래의 <그림 3>의 습관화와 객관화 그리고 정착화를 설명한다.

습관화의 과정은 정책학습에 의해서 이루어진다. 정책학습은 기존정책이 변화하거나 새로운 정책이 시행될 경우 그 변화로 인해 자기의 재산권과 거래비용의 변화가 어떤 방향으로 초래될 것인가를 알아가는 과정이라 할 수 있다.

습관화 과정은 어떤 문제 상황에서 새로운 문제 해결방식(arrangement)을 발견하고 이를 자신들이 속한 조직이나 유사한 문제에 봉착한 조직군에 전파하여 공식화시키는 과정이라 할 수 있다.

다음으로 객관화는 제도학습을 통해서 이루어진다. 정부의 정책시행에 따라 그 정책이나 관련 제도권 내에 있는 행위자들이 정책변동으로 생기는 자신의 편익을 극대화하기 위해, 기습득된 기존의 관련 제도의 특성과 기능을 변화시키거나 또는 여기에서 회피하여, 어떻게 자기재산 가치를 높여나갈 것인가 그리고 거래비용을 최소화시킬 것인가 하는 방법을 터득하여 자기의 행태와 행동양식을 변화시키거나 이를 이론적으로 개념화하는 등 적응해 나가는 과정이라고 할 수 있다. 이런 객관화 단계는 보다 항구적이고 폭 넓게 전이되는 단계라고 할 수 있다.

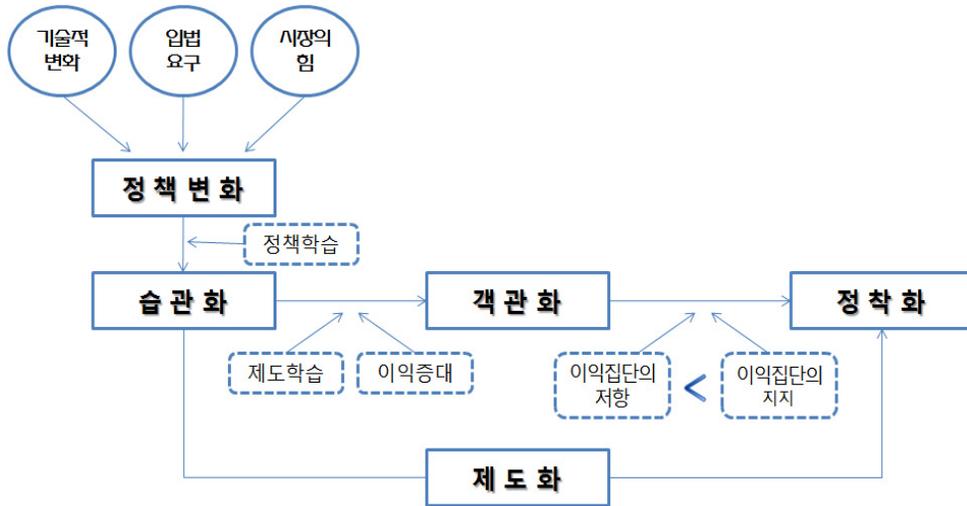
마지막으로 정착화 단계에 접어들면 관련 이해당사자들에게 완전히 전파되고 일상생활의 규범으로 자리 잡아 오랜 기간에 걸쳐서 영속화될 것이다. 따라서 이 단계에 이르면 제도의 넓이와 깊이가 심화되어 변화하기가 어려운 상태에 이르게 된다. 그러므로 완전한 제도화단계에서는 반대 집단의 저항이 수그러들고 옹호집단들의 지속적인 지지가 유지된다.

18) 정정길(1997). 정책학 원론. 대명출판사. p.52.

19) 권기현(2009). 정책학. 박영사. p.2.

20) Tolbert, P and Zucker, L. 'The Institutionalization of Institution Theory' in Handbook of Organization Studies, edited by Stewart R. Clegg et al(1996). : Sage Publication. p.181.

<그림 3> 정책변화와 제도화의 관계



4. 자본시장의 제도화

여기서 제도화 개념을 별도로 다루는 이유를 살펴보겠다. 정책이 제도의 독립변수라는 입장과 다른 견해를 가질 경우, 다시 말해, 정책을 제도와 구별하지 않고 동일한 개념으로 보거나, 정책을 제도의 종속변수로 보는 견해(역사적 신제도주의 등)에 있어서는 정책변동이 제도에 어떤 영향을 미친다는 것은 어불성설이 된다. 그러나 제도가 본래의 취지에 맞게 진화하는 과정인 제도화 개념을 도입하면, 정책변동이 제도화에 영향을 미친다는 주장에 설득력이 생기게 된다. 다만, 제도를 정책의 종속변수가 아닌 독립변수로 볼 때는 여전히 한계가 있음을 인정한다.

최근 들어 새롭게 정의되고 있는 제도화의 개념을 진화과정(evolution process)으로 파악하는 관점은 정부의 기본 방침인 ‘정책’이 관련제도의 ‘제도화’에 미치는 영향을 분석하는데 하나의 전제조건이 된다. 여기에서 제도화를 구체적으로 정의하려고 하는 이유는 정부의 정책변동이 재산권의 변화, 거래비용의 증감 등 매개변수를 통해 관련 제도들의 제도화에 미치는 영향을 경험적으로 분석하려는 데 있다.

신제도주의가 확산되면서, 우리가 주변에서 쉽게 볼 수 있는 기업, 정당들이 하나의 조직 또는 기관이지만 이는 제도로서의 기능도 수행하고 있다는 주장이 호기심을 끌고 있다²¹⁾.

21) 정용덕 외(1999). 신제도주의 연구. 대영문화사. pp.124-127.

기업의 경우 우리가 경제생활을 하는 가운데 거래를 하고 이를 집행하는 과정에 아무런 거래비용이 존재하지 않는다면 굳이 근로자를 상시적으로 고용하여 기업이라는 조직을 만들고 이를 제도로서 정착시키지 않았을 것이다. 다시 말하면, 기업을 만들어 필요한 근로자들을 채용하여 체계적으로 일을 시키게 되면 그 때 그 때 원하는 근로자들을 채용하여 일하도록 하는 것 보다 거래비용이 크게 절감된다는 것이다. 이러한 관점에서 보면 기업이라는 조직은 거래비용을 줄이기 위하여 만들어진 하나의 제도라고 할 수 있다.²²⁾

정당도 마찬가지로 설명할 수 있다. 정당이란 유권자들의 다양한 의견을 수렴하고 조정하여 정책과정에 투입하는 것을 목적으로 만들어진 조직이지만, 이런 정당이 지속적으로 존속하고 있다면 그 이유는 유권자등 구성원들이 정치에 참여하고 의견을 투입하는데 소요되는 비용을 줄여주는 제도로 인정받았기 때문일 것이다.

이렇듯 눈에 보이는 조직이나 기관도 거래비용을 줄이는 역할을 수행하지만, 언어에서부터 관습, 규범, 문화 등의 비공식적인 제도들과 법이나 정부정책²³⁾ 등 공식적인 제도들과 같이 보이지 않는 무형의 제도들도 재산권을 증진시키고 거래비용을 줄이기 위해 만들어진 것이라면 그것도 제도에 포함시켜야 할 것이다.²⁴⁾

위의 사실들을 근거로 제도화를 정의한다면, 제도화란 제도가 개인의 재산권의 보장 정도를 높여주거나 반대로 거래비용을 줄여주는 장치이자 게임 룰로서 작용하는데, 이런 주어진 기능과 역할을 보다 효율적으로 수행하도록 하거나 그 기능을 더욱 심화시켜나가는 과정(evolving process)을 말한다.²⁵⁾

조직환경론 입장에서 신제도론을 주창하는 Meyer와 Rowan에 의하면 제도화란 사회적 과정(social processes), 책임(obligations)과 실행방법(actualities)이 사회적 사상과 행동에서 하나의 규칙과 같이 지위를 획득해 나아가는 과정이라고 한다. 이는 제도가 형성되어 완전한 정착단계에 이르는 과정을 뜻한다.²⁶⁾ 다시 말하면, 제도 그 자체도 일련의 진화과정을 거치는 생명주기를 갖는다고 할 수 있다. 이를 낮은 수준의 제도와 높은 수준의 제도로 나누어, 낮은 수준의 제도가 높은 수준의 제도로 진화하는 것을 제도화라고 할 수 있다. 이를 아래의 <표 1>

22) Coase(1937). 'The Nature of the Firm' *Economics N. S.* 4, pp. 386-405.

Coase(1998). The New Institutional Economics. *The American Economic Review*, Vol. 88: 2, pp. 72-74.

23) 정용덕 외(1999). 합리적 선택과 신제도주의. 문화사. pp.9-30.

24) Mantzavinos(2001). *Individuals, Institutions, and Markets*. Cambridge University Press.

25) 사공영호(2008), 조직의 제도화 메커니즘, 한국정책학회 하계학술대회 발표 논문.

26) 정용덕 외(1999). 신제도주의 연구. 대영문화사. pp124-127.

과 같이 정리할 수 있을 것이다.

요컨대, 사람들이 생활을 하면서 경제적 사회적 문제 상황에 부딪치게 될 때, 그 문제를 해결하는데 이로운 법률, 관행, 제도에 의존하거나 자기이익을 높이는 방향으로 해결방안을 모색할 것이다. 이처럼 게임 룰로서 제도에 의존하게 되는 정도가 점점 심화되는 경우가 있고, 그 반대의 경우도 발생할 것이다. 전자의 경우처럼 의존하는 정도가 심화되어 가는 현상을 제도화라고 정의하고자 한다.

<표 1> 제도화: 낮은 제도 → 선진 수준의 제도

기 준	낮은 제도화	제도의 선진화
1. 주요 기능	특정 기관 또는 조직의 목적 실현	사회구성원의 재산권 보장 및 거래비용 절감
2. 감독 원인 및 대응	기회주의, 감시비용/엄격한 규제 및 강제	정보비용, 협상비용/윤리, 규범으로 자발적 순응
3. 권한 행사방식	집중 강제적 시행, 단속 또는 점검	권한 위임 및 자율적 이행, 공유된 신념으로 생활규범화
4. 사회발전예의 기여	불안정	거래 및 협력의 매체 역할
5. 개인과의 관계	personal trade 수준	impersonal trade 수준
6. 사 례	초창기 지방자치 제도, 유가증권 유통 중심의 자본시장	성숙된 지방자치 제도, 유가증권 발행 중심의 자본시장

다음은 금융분야의 제도화 더 좁게는 자본시장의 제도화에 대해 살펴본다.

우리의 금융제도 변천사는 산업화정책 변동과 그 궤를 같이 한다고 말할 수 있다. 1950년대의 수입대체산업화, 60년대의 수출지향 산업화, 70년대 중화학공업화, 그리고 80년대 이후 경제자유화 정책이 시행되는 동안 우리나라의 금융제도는 외자 도입시 지급보증, 선별적인 신용할당, 주거래은행을 통한 여신관리제도 등이라 할 수 있다. IMF이후에는 질적인 변화를 모색하고 있다고 할 수 있다. 2009년부터 시행예정인 자본시장통합법을 통해 투자은행(investment bank : IB) 등의 활성화가 이루어진다면 우리의 금융제도도 자본시장 중심의 선진모형에 진입할 것으로 예상된다. 기존의 대부(loan) 중심의 간접금융을 담당하던 상업은행보다 진일보한 직접금융을 담당하는 투자은행(investment bank)의 육성이 보다 앞당겨질 것으로 보인다.

이와 같은 상황을 Zysman의 모형 즉 금융제도를 자본시장(capital markets)중심인가 아니

면 신용(여신)시장(loan markets)중심인가로 나누어서²⁷⁾, 자본시장의 제도화 정도를 파악할 수 있을 것이다.

여기서는 자본시장의 제도화를 유가증권의 '유통'을 주로 하던 자본(증권)시장이 기업들이 필요한 자금을 직접 조달하는 유가증권 '발행' 중심 시장으로 그 기능이 선진화하는 것으로 보고 연구를 진행한다.

Ⅲ. 금융자유화 정책 추진

이장에서는 이 연구의 독립변수인 금융자유화가 어떻게 진행되었고 IMF 지원을 받은 1997년을 전환점으로 금융자유화의 질적 변화가 있었음을 설명하고자 한다.

금융자유화 정책은 금융시장에서 자유경쟁적인 금융행위와 이를 통해 작용되는 금융시장의 자율적인 시장기능에 의해, 금리가 결정되고 자원이 배분되도록 제도적인 변화를 유도하는 정부의 기본방침이라 할 수 있다.

우리의 금융시장의 변화는 70년대 말 2차 오일쇼크와 세계경제 불황으로 인해 정부주도의 경제 발전전략에 심각한 타격을 받으면서 그 필요성이 제기되었다. 이러한 경제적인 배경으로 인하여 경제발전시기의 정부주도적 은행 중심의 금융제도가 제한적이거나 자율화 되었는데 시장의 효율성을 높이고자 하는 측면은 은행의 민영화와 진입규제의 완화 등으로 나타났지만, 정부의 정책적 편의의 수단으로서 금융수단을 활용하는 과거의 관행은 지속되었다. 다시 말해, 정부가 자원배분의 메커니즘을 여전히 통제하고 있었다.

이런 상황에 큰 변화가 일어나게 되는데 1988년 UR협상과 1993년 WTO체제, 1996년 OECD 가입 등으로 금융시장은 요동치게 된다. 80년대 후반의 경제 호황으로 인한 경상수지 흑자 국면은 정부와 기업들이 기존의 제한적인 금융자유화 조치에 대한 소극적인 태도에서 벗어나 보다 적극적으로 대응하도록 작용하였다²⁸⁾. 이러한 경상수지 흑자와 민간기업의 대외 신용도 증대로 외화 차입시 정부 보증과 정부의 관리가 필요 없게 되었고 기업들의 자체 자금조달 능력의 향상으로 금융자유화를 적극적으로 주장하게 된다.

²⁷⁾ Zysman, J.(1983). Governments, Markets, and Growths : Financial System and the Politics of Industrial Change. Ithaca : Cornell University Press.

²⁸⁾ 유철규(1996). OECD가입과 금융산업 개편의 종결. 동향과 전망. p.32.

금융자유화와 함께 금융시장의 개방 논의도 시작되었다. 이는 국제수지가 흑자로 반전되고 물가 불안도 해소되었으며 저축률이 투자율을 상회하기 시작하면서 금융시장을 개방할 여건이 갖추어 졌음을 의미한다.²⁹⁾

여기에서는 1980년대 이후 추진된 금융자유화의 내용을 금리 자유화, 외환 자유화, 자본 자유화 등을 중심으로 살펴보고자 한다.

1. 금리 자유화

금리 자유화는 시장메커니즘에 의해 금리가 결정되도록 금리에 대한 정부의 규제를 철폐하는 것으로 이는 금융자유화의 핵심사항이라 할 수 있다.

우리나라는 1980년대 초까지 사실상 거의 모든 금리가 정부에 의해 광범위하게 규제되어 왔다. 1981년 기업어음(체)이 도입되면서 기업어음의 발행금리를 최고범위 내에서 자유롭게 결정하도록 허용하였으나 이는 1982년 다시 규제되었고, 이 외에도 여러번의 조치들이 시행되거나 폐지되면서 금리자유화 조치가 흔들리고 있었다. 이런 우여곡절을 거치다가 1988년 12월 정부가 금융기관 대부분의 여신금리와 일부 장기 수신금리, 시장상품 금리 및 실적 배당 상품의 금리를 자유화하는 전면적인 조치를 단행함으로써 금리자유화의 서막을 열게 된다.³⁰⁾

그 후 경제환경의 변화와 함께 시장금리의 하향 안정화 추진으로 시장금리와 규제금리 간의 격차가 어느 정도 줄어들면서 정부는 1991년 8월 '4단계의 금리자유화 방안'을 마련하게 된다.

제 1단계의 자유화 조치로 1991년 11월부터 일부 단기거액 시장성 수신상품 및 3년 이상 장기 수신금리 등을 자유화 하였고, 1993년 11월에는 제 2단계 자유화 조치로 재정 또는 한국은행의 자금 지원 대상에서 제외되고 있는 모든 여신 금융, 2년 이상 장기 수신과 2년 미만의 회사채 및 금융채 발행금리를 자유화 하였으며 통화채와 국공채 발행금리도 실체화 하였다.

또한 1994년 7월에는 제 3단계 자유화 조치로 양도성예금증서(CD)의 최단 발행기간을 축소 하고 새로운 시장성 상품인 표지어음제도를 도입하는 등 자유화의 폭을 확대하였다. 그 해 12월에는 1년 이상 2년 미만의 수신금리와 일반 상업금융의 성격이 강한 상업어음할인, 그리고 무역금융 등 일부 정책자금의 대출금리를 자유화하였다. 그 결과 1995년 11월까지 대부분의 금리가 자유화되었고, 제 4단계 자유화 조치로 1997년 7월부터 3개월 미만 저축성 예금금리가 자유화되었고 은행의 요구불 예금과 7일 미만 저축성예금 등도 모두 자유화하였다.³¹⁾

29) 김선명(2000). 한국 금융제도의 경로의존성에 관한 연구. 한국행정학회보 제9권 제3호 pp. 203-204.

30) 김한이(2003). 금융자유화 및 금융발달과 경제성장간의 관계. KDIC 금융연구. 제4권 제2호 pp 4-29.

2. 외환 자유화

외환자유화를 반영하는 것은 환율제도이다. 환율 변동을 시장에 맡김으로서 외환시장 운영의 자유화를 달성할 수 있다는 점에서 시장변동환율의 일일 변동 허용 폭의 확대는 외환 자유화의 하나의 기준이 된다. 환율의 심한 변동은 경제의 불안요소가 될 수 있기 때문에 경제가 구조적으로 취약성을 보이는 나라에서는 자유 변동환율제도를 채택하기 곤란한 점이 있다. 우리나라도 이러한 점을 감안하여 단계적으로 환율제도를 변화시키며 환율변동 폭을 넓힘으로써 외환시장의 자율성을 확대하였다.

1964년 단일 변동환율제도를 시행한 이래 1980년대에 들어 달러에만 국내통화 가치를 연결한 단일 변동환율제도가 무역수지 불균형의 조정기능을 제대로 수행하지 못한다는 문제점이 강조되면서 1980년 2월 원화가치를 SDR 및 독자통화바스켈에 연결시킨 복수통화바스켈 제도로 개편하였다. 환율이 가격기능을 더욱 원활히 수행할 수 있도록 하기 위해 1990년 3월 정부는 시장 평균 환율제도를 채택하였다. 이는 정책적으로 결정 고시되던 환율이 국내 외환 시장에서 외환의 실제 거래실적에 의해 결정되도록 전환한 것이다.

시장 평균 환율제도의 도입기에는 현물환 거래환율의 일일변동 허용 폭을 시장 평균 환율의 상하 0.4%로 규정하였다. 이 후 그 폭을 점차 늘려나가 외환시장의 수요와 공급에 의해 환율이 결정되는 자유 변동환율제도로 접근해갔는데, 1991년 9월 0.6%에서 1995년 12월 2.25% 그리고 1997년 11월 외환위기 때에는 11%까지 확대한 이후 1997년 12월에는 환율의 일일변동 폭의 제한을 폐지하게 되었다.³²⁾

3. 자본 자유화

자본 자유화는 국가간 자본이동에 대한 규제를 철폐하는 것을 의미한다. 일반적으로 국제수지 항목 중에서 자본계정(capital account)관련 자본 이동을 자유롭게 허용하는 것을 의미한다.

우리 자본시장의 대외 개방정책은 1981년 1월에 발표된 ‘자본시장 국제화 장기계획’을 그 시초로 볼 수 있다. 이 계획에 의하면 1984년 1단계(수용태세 정비단계)부터 1990년 완전 자유화 단계인 4단계까지 점진적으로 자본시장을 개방한다는 방안을 담고 있다.

31) 한국은행(2000). 알기 쉬운 경제 지표 해설.

32) 김한이(2003). 금융자유화 및 금융발달과 경제성장간의 관계. KDIC 금융연구. 제4권 제2호. pp. 4-29.

그러나 실제로 자본시장의 대외개방 실행계획이 수립되고 이것이 실천에 옮겨지기 시작한 것은 미국을 비롯한 주요 선진국의 시장개방 압력에 기인한 부분이 크다.

우리 정부는 1988년 12월 ‘자본시장 국제화의 단계적 확대추진 계획’을 발표하게 된다. 동 계획은 고임금 여건 하에서 국내기업이 국제경쟁력을 계속 유지해나가기 위해서는 저렴한 자금조달이 필요하므로 대외개방 면에서는 자본시장과 증권시장을 점진적으로 개방하고 대외 진출 면에서도 해외 증권 투자 및 증권산업의 해외진출을 허용해야 한다고 밝히고 있다.³³⁾ 이렇게 활기를 띤 자본 자유화 움직임은 1992년 1월 개별종목 발행주식 총수의 10% 내에서 외국인 직접투자를 허용하는 주식시장의 개방과 더불어 본격화된다. 채권시장의 경우 1994년 7월 외국인의 중소기업 발행 무보증 상장 전환사채의 매입이 허용되었다.

1996년 10월 OECD가입에 따른 자유화 규약에 의해 자본거래와 경상무역외 거래의 자율성이 확대되었고, 1997년 12월 모든 상장 채권에 대한 외국인의 투자 한도가 완전히 폐지되었고, 1998년 주식시장이 전면 자유화되었다.

4. 소결론

1980년 이후 1990년대를 거쳐 금융자유화 정책이 느린 속도로 진행된 데는 과거 경제정책에 길들여진 경제계의 타성과 경제정책 입안자들의 규제 권한 유지 향수가 복합적으로 작용하였을 것으로 보인다. 그렇지만 위에서 살펴본 것처럼 우리 금융시장은 금융자유화의 결정적인 전환점인 IMF를 통해 질적으로 획기적인 변화를 겪었다고 할 수 있다.

따라서 이 연구에서는 1997년을 전환점으로 보고 그 전과 후의 자본시장 변화를 선진화의 측면에서 제도화개념을 도입하여 금융정책과 자본시장의 제도화의 관계를 살펴보는 것이 타당하다고 본다.

IV. 연구방법

이 연구의 목적이 ‘재산권 구조조정을 위한 금융정책의 변동이 자본시장의 제도화에 어떤

³³⁾ 유재원, 김태준(2004). 한국의 금융·자본 자유화가 금융·외환위기에 미친 영향에 대한 실증분석. 국제통상연구 제9권 제3호, p.129.

영향을 미치는가'를 밝히는 데 있다. 금융관련 거시적 통계자료를 수집하는 방법 그리고 가설을 설정하여 이를 통계적으로 분석하여 검증하는 방법을 제시하고자 한다.

1. 자료

자본시장 관련 통계자료는 1997년을 전후로 10년과 11년치를 모아서 총 21년 동안의 매분기별 자료를 활용하고자 한다. 한국은행의 1988년부터 2008년까지 매분기별 국내총생산(GDP) 및 경제성장률 자료(84개 사례)를 수집하고, 한국거래소의 1988년부터 2008년까지 매분기별(84개 사례) 상장주식의 시가총액, 시가총액 회전을, 신규상장 금액, 유상증자 총액, 전환사채 주식전환, 신주인수권 행사액 등을 수집한다.

상장주식의 시가총액, 시가총액 회전을, 신규상장 금액, 유상증자 총액, 전환사채 주식전환, 신주인수권 행사액(증권발행 규모)은 한국거래소(자료실)에서 1988년부터 2008년까지 매분기별(84개 사례)로 수집³⁴⁾하였고, 이를 통해 얻지 못한 자료는 한국(대한)증권업협회에서 발행한 '증권'지³⁵⁾에서 수집하였다.

상장주식 거래대금(증권유통 규모)은 통계청 자료('93-'08)를 활용³⁶⁾하고, 나머지 '92년 이전 자료는 한국(대한)증권업협회에서 발행한 '증권'지에서 수집하였다.

위의 방식으로도 구하지 못한 통계자료(결측치)는, 시가총액의 경우 '92년과 '93년은 연간 자료밖에 구할 수 없어 이를 분기로 동일하게 나누어서 사용하였고, '92년 2, 3, 4분기의 상장주식 거래대금 자료는 구할 수 없어 그 해 1분기 통계치를 똑같이 대응하였음을 밝혀 둔다.

2. 연구 가설

앞의 자료를 분석하여 밝혀낼 가설을 설정하고자 한다.

대가설) 금융자유화 정책의 확대가 자본시장의 제도화에 긍정적(+인 영향을 미친다.

$$\text{회귀방정식} : Y_C = \alpha + \beta_{C1} \cdot X_{C1} + \beta_{C2} \cdot X_{C2} + \beta_{C3} \cdot X_{C3} + \varepsilon$$

34) <http://www.krx.co.kr/index.html>, 이 사이트에서 찾을 수 없는 통계는 금융감독위원회를 통해서 직접 수집.

35) 한국증권업협회(1998.8). 증권. 계간 1989. 3월호, 1990년 3월호, 1991년 3월호, 1991년 12월호, 1992년 6월호, 계간 제95, 96호 합본, 계간 제99호, 계간 제103호, 계간 제107호 등.

36) 통계청 사이트(kosis).

(Y_C 은 자본시장(capital market)의 제도화 정도,
 $\beta_{C1} \cdot X_{C1}$ 은 회귀계수 x 금융자유화 여부,
 $\beta_{C2} \cdot X_{C2}$ 은 회귀계수 x 자본화율,
 $\beta_{C3} \cdot X_{C3}$ 은 회귀계수 x 시가총액회전률,
 ε 는 오차)

가설1) 자본화율(매개변수)은 증권'유통'시장 제도화에 영향을 미친다.

가설2) 시가총액회전율(매개변수)은 증권'발행'시장 제도화에 영향을 미친다.

가설3) 자본화율 보다는 시가총액회전율의 증가(거래비용 감소)가 자본시장을 통한 기업들의 자본조달을 활성화하는 데 기여하는 정도가 크다.

3. 분석모형과 분석방법

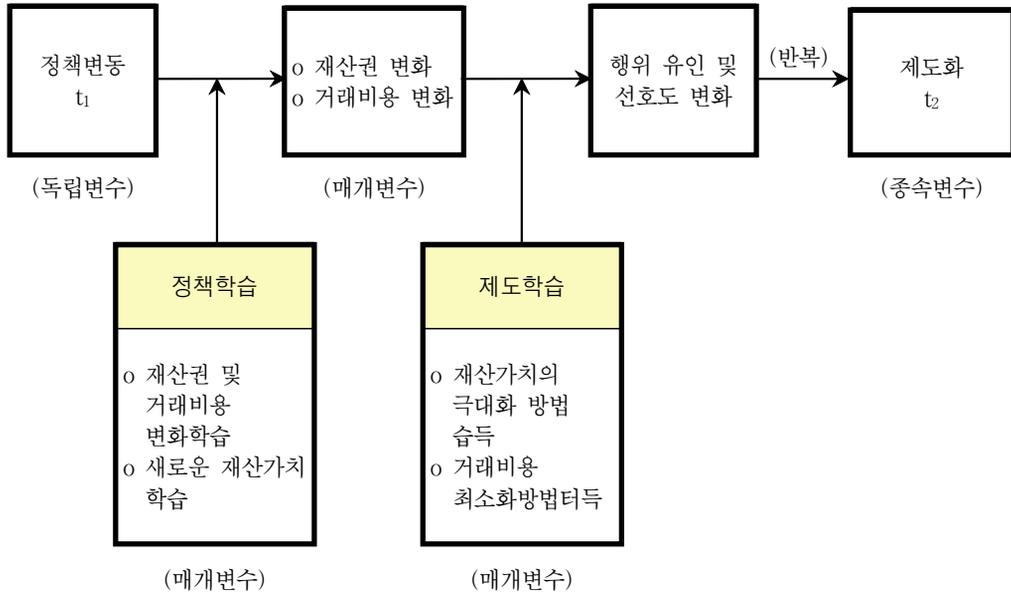
North 등 제도주의 경제학자들에 따르면, 제도는 경제활동 과정의 거래비용을 감소시키고, 개인의 재산권을 증대시킴으로써 사회 경제적인 교환의 효율을 높이고, 개인들의 선호와 유인 구조를 제공하여 실행 가능한 대안의 집합을 제시하는 역할을 한다는 것이다. 또한 제도는 불확실성(uncertainty)을 제거하고 다른 사람들과의 행동을 원활히 하여 거래비용을 감소시키는 측면도 있다. 궁극적으로 불확실성을 감소시켜 신뢰기반을 확보하는 것은 거래과정의 측정비용, 집행비용, 감시비용, 정보비용 등 제반비용을 감소시키는 효과를 가져 오게 된다.³⁷⁾ 이러한 역할을 하는 제도에 변동을 초래하거나 새로운 제도를 도입하는 정책이 시행될 때, 이런 정책의 시행은 여러 통로를 통해 대상이 되는 제도의 제도화(선진화)에 긍정적인 영향을 미치거나 또는 부정적인 영향을 미치게 된다는 것이다.

정책변동이 제도화로 이어지는 과정을 정치경제학적 측면에서 구체적으로 살펴보면, 아래의 <그림 4>와 같다. 정책이나 제도의 영향권 안에 있는 행위자들은 정책학습을 통해 재산권(property right)이 변화되고 거래비용(transaction cost)이 증가되거나 감소하게 된다는 사실을 습득하게 된다. 이런 인지적 변화는 다시 제도적 학습과정을 거쳐 행위자들로 하여금 그들의 행위유인 및 선호체제에 변화를 일으키고, 이런 행위유형들이 반복적으로 지속될 때 새로운 제도가 정착된다.³⁸⁾

³⁷⁾ North, D (1990). Institutions, Institutional change and Economic Performance. Cambridge University Press. pp. 46-48.

³⁸⁾ Mantzavinos(2001). Individuals, Institutions, and Markets. Cambridge University Press. pp.16-61.

<그림 4> 정책변동이 제도에 미치는 영향 경로모형

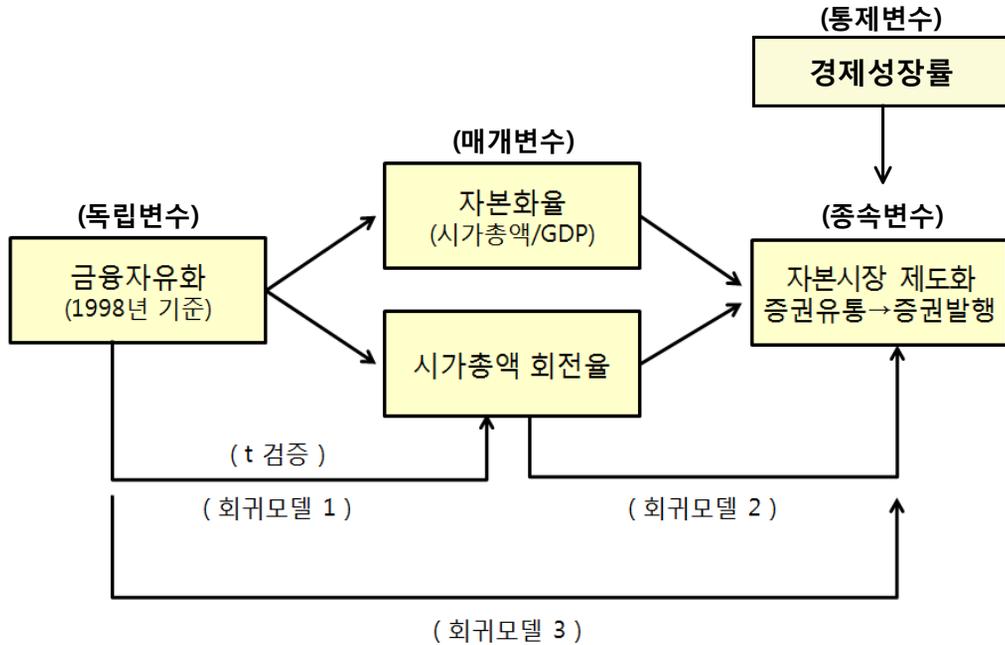


이 연구에서는 위의 경로 모형을 전제로 하여 독립변수를 금융자유화 정책으로 하고 종속 변수를 자본시장의 제도화로 선정하고자 한다. 독립변수와 종속변수를 연결해 주는 매개변수는 제도주의 경제학에서 말하는 재산권의 변화, 거래비용의 증감으로 설정하고자 한다.

그러나 이 연구는 거시적 통계분석에 의존하기 때문에 매개변수로 작용하는 제도(또는 정책)학습은 매개변수에서 제외시킨다. 그 이유는 제도학습의 파악의 경우 미시적으로 경제 주체 개개인의 인식변화를 조사(survey)해야 하기 때문이다.

위의 변수간의 관계를 분석하는 분석모형은 아래 <그림 5>와 같다.

<그림 5> 금융자유화 확대가 자본시장 제도화에 미치는 영향 분석모형



위의 분석 모형에 맞추어 변수를 선정하였고, 변수들을 구체적으로 설명하면 다음과 같다. 먼저 독립변수는 제3장에서 살펴본 것처럼 금융자유화 정책의 실시 여부로 하고, 1998년을 기준으로 나누어서 분석한다. 이때 독립변수인 금융자유화는 자유 경쟁적인 금융행위 그리고 금융시장의 자율적인 기능에 의해 결정된 시장금리에 따라 자원이 효율적으로 배분되는 제도적 변화를 말한다.³⁹⁾ 금융자유화가 마무리되는 1997년 이전의 10년간의 자료(dummy 변수)와 그 후의 자료 10여년 자료를 수집하여 이런 독립변수가 자본시장의 활성화(종속변수)에 미친 영향을 t 검증과 회귀분석 등을 통해 규명하고자 한다. 금융자유화가 마무리되는 1997년 이전의 10년간의 자료(dummy 변수: 0)⁴⁰⁾와 그 후의 자료 11년 자료(1)를 나누어서 코딩한다.

그동안 금융경제학계에서는 금융자유화와 경제성장간의 관계를 분석하는 연구가 활발했었다.⁴¹⁾ 그 결과에 의하면, 한국의 경제성장에 은행의 발전, 금융자유화, 자본(주식)시장의 발

39) 신선우(2004.6). 금융자유화, 금융발전 및 경제성장간의 관계분석. 지역개발연구 제 36권 제 1호. p.51.
40) 금리, 외환, 자본 등의 자유화조치가 시차를 두고 진행되었고, 1997년에 3개월 미만의 저축성예금 금리까지도 모두 자유화되고, 같은 해 12월에 모든 상장채권에 대한 외국인의 투자한도 규제가 완전히 철폐되었음. 이를 감안하여 '97년 이전을 dummy변수로 취급.

전이 많은 영향을 미쳤음을 밝히고 있다. 그렇지만 금융자유화와 자본시장간의 관계에 대한 연구는 찾아보기 힘들다. 이런 점을 감안하여 이 글에서는 금융자유화를 독립변수로 선정하여 자본시장에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

다음으로 매개변수는 제도의 핵심 구성요소⁴²⁾인 재산권변화와 거래비용으로 선정한다. 여기서 재산권은 단일한 하나의 권리가기 보다는 행위관계를 규약하는 다양한 권리들로 구성되어 있다고 할 수 있다. 첫째, 소유와 사용에 관한 권리이다. 소유와 사용에의 권리는 객체인 재화와 서비스의 배타적인 사용을 인정함으로써 다른 행위자의 사용을 배제할 수 있다는 것을 말한다. 둘째, 수익에 관한 권리이다. 이 권리는 재화를 사용함으로써 발생하는 수익을 배타적으로 취할 수 있는 권리를 말한다. 셋째, 처분에 관한 권리이다. 처분은 재화의 새로운 소유주가 될 사람과 자발적으로 계약의 내용을 정하고 그 계약을 집행할 수 있는 권리를 말한다. 재산권은 이 세 가지 권리의 복합적인 상호작용이며 재산권의 확정과정은 이 세 가지 권리의 상호작용의 내용을 결정하는 과정이라고 할 수 있다.⁴³⁾ 자본시장에서 재산권은 경제주체들이 보유하고 있는 주식의 가격 변동에 따라 그 가치가 변화한다.

다음으로 거래비용은 그 목적과 대상에 따라 다양한 방식으로 정의되고 있다. North는 거래비용을 기본적으로 거래과정에서 필요한 정보를 획득하는 데 드는 정보비용(information cost)으로 보고 있다. 거래에 있어 교환되는 것의 유용한 속성을 측정하는 데 드는 측정비용(measurement cost)과 감시, 통제, 집행에 필요한 집행비용(enforcement cost)으로 구성된다고 한다.⁴⁴⁾ 그리고 금융경제학에서는 거래비용은 금융시장을 조사하는데 드는 비용으로 이해하고 있다. 이는 브로커에게 지급하는 비용과 입찰비용과 같은 것을 말한다.

위의 두 변수를 계량적으로 분석하기 위해서는 매개변수로 선정된 재산권 변화와 거래비용의 증감을 나타내는 지표(대리변수)를 선정하는 것이 필요하다. 대리변수를 선정하는 데 있어 금융자유화와 자본시장간의 상관관계나 회귀관계를 분석하는 데 자본시장의 발전지표를 사용하는 일반적인 연구경향을 따르고자 한다.⁴⁵⁾ 자본시장의 발전지표 선정에 있어서는

41) 김한아(2003). 금융자유화 및 금융발달과 경제성장간의 관계. KDIC 금융연구. 제4권 제2호 외 다수.

42) 이민창(2001). 정책변동의 제도론적 분석 : 그린벨트와 영월댐 사례를 중심으로. 서울대학교 박사학위 논문. pp. 7-8.

43) 이민창(2007). 재산권 이론의 정책학적 기여에 관한 소고 : 이론적 함의를 중심으로, 행정논총 제 44권 제 2호. p. 283.

44) North, D.(1990). 앞의 책. pp. 27-35.

45) 김한아 앞의 논문, 신선우(2004. 6월). 금융자유화, 금융발전 및 경제성장간의 관계분석. 지역개발연구. 제36권 제1호.

Levine과 Zervos의 방법을 참고하는 경향이 있다.⁴⁶⁾ 자본시장 발전지표 중 재산권 변화를 고려하는 지표가 자본화율이다. 그리고 거래비용의 증감을 나타내는 지표는 유동성지표(liquidity indicator)로서 주식의 시가총액 회전율이다.⁴⁷⁾

이 때 자본화율((Market Capitalization: MCAP : 시가총액 / GDP)은 주식시장의 크기를 측정하는 지표로서 명목 GDP 대비 국내 상장주식의 시가총액으로 계산된다. 여기서 자본화율을 대리변수로 선정한 이유는 North의 제도변동이론으로 설명할 수 있다. North는 제도의 변화는 토지, 자본, 임금 등 생산요소의 상대적인 가격변동에서 유발된다고 본다.⁴⁸⁾ 또한 기호와 선호의 변화도 상대가격과 함께 제도의 변화를 초래하는 원천이라고 할 수 있다. 이 이론에 근거하면, 경제주체들이 자본시장을 통해서 유가 증권 등의 거래를 할 때 현금의 보유, 부동산, 채권, 증권 등 안전한 재산부터 위험성이 큰 자산까지 망라한 포트폴리오를 구성하게 되는데, 이 때 주식시장의 전망이 주된 결정요인이 된다. 시장에서 주가가 오르거나 내려감에 따라 시가총액이 달라지고 이는 재산권 변화로 연결된다. 이런 재산권 변화가 금융자유화 정책에 의해 어떤 영향을 받고, 또한 자본(증권)시장에 어떻게 영향을 미치는가를 분석하는 점을 반영한 유용한 지표가 바로 자본화율 이다.

그리고 거래비용의 증감 정도를 나타내는 시가총액 회전율(Turnover Ratio : TOR)은 당해 기간 중 국내거래 주식총액(당해기간의 거래대금)을 당해기간 중 주식시장의 시가총액(당해기간 중 평균 시가총액)으로 나눈 값이다. 이 때 높은 회전율은 낮은 거래 비용을 의미하고 거시적인 자본시장 분석의 대표적인 지표로 쓰인다.⁴⁹⁾

그리고 종속변수로 두 가지를 설정한다. 먼저 낮은 단계의 증권의 유통 실적을 나타내는 제도화 지수는 분기별 유가증권 거래대금의 합계를 사용하고, 증권발행 실적을 대표하는 높은 단계의 제도화 지수로는 기업들이 자본시장을 통해 조달한 자금의 총액, 즉, 신규상장 금액, 유상증자 총액, 전환사채 주식전환, 신주인수권 행사 금액을 사용한다.

그 이유는, 증권시장의 유동성을 판단하는 중요한 지표로서 활용되는 것이 유가증권의 거래량인데, 이런 증권거래량을 금액으로 표시한 것이 거래대금이기 때문에 바로 거래대금이 증권의 유통을 대표한다고 할 수 있다. 그리고 자본시장이 발달한 선진국들의 경우, 기업들이 필요한 자금을 은행대부를 통한 간접적인 조달 보다는 증권시장을 통해 직접 조달하는, 즉 유

46) 김한아(2003). 앞의 논문. p. 20.

47) 김한아(2003). 앞의 논문, 신선우(2004. 6월). 앞의 논문. pp.55-56.

48) North, D.(1990). 앞의 책. pp. 83-91.

49) 김한아(2003). 앞의 논문, 신선우(2004. 6월). 앞의 논문.

가증권 ‘발행’ 중심 시장으로 그 기능이 선진화한다. 이를 나타내는 징표가 기업들의 증권 신규 발행, 유상증자, 전환사채의 주식전환, 신주인수권 행사라고 할 수 있다.

또한, 분석의 타당성을 높이기 위해 경제성장률을 통제변수로 설정하여 경제성장률이 자본 시장에 미치는 영향을 산출하고자 한다. 앞에서 소개한 금융자유화와 자본시장간의 기존 연구의 결과인 ‘경제성장률은 금융자유화와 자본시장의 발달에 양의 영향을 받는다는 점’을 고려할 때 독립변수와 매개변수 이외의 기타 설명변수가 있을 것으로 추정하고 기타 변수로 작용할 가능성이 가장 큰 경제성장률을 통제변수로 설정하고 경제성장률이 증권유통 또는 발행에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

마지막으로 분석방법은 위의 변수들 상호간의 상관관계 및 회귀관계 계수를 SPSS/PC+ Windows 12.0 프로그램을 이용하여 도출하는 통계적 분석방법을 사용한다.

V. 금융정책이 자본시장의 제도화에 미친 영향 분석 결과

1. 변수 간 상관관계 등 유의미성 분석 결과

이 연구에서 활용할 GDP, 시가총액, 주식의 신규 상장액, 유상증자, 전환사채 발행액, 신주인수권부 사채 발행액, 주식시장의 총 거래대금 등의 구체적인 통계자료는 <별첨자료>와 같다.

먼저 제도화의 진전을 확인하는 독립변수와 매개변수 그리고 종속변수간 회귀분석에 앞서 변수들 간의 상관관계를 분석하였고 그 결과는 <표 2>와 같다.

독립변수인 금융 자유화는 매개변수로서 재산권 변화 지표인 자본화율(.510), 거래비용의 지표인 시가총액회전율(.691)에 뚜렷한 양의 선형관계를 보인다. 그리고 종속변수인 증권 발행규모(.449)에 뚜렷한 양의 선형관계를 보이고, 다른 종속변수인 증권 유통규모(.757)에 대해서는 강한 양의 선형관계를 보이는 특징이 발견되었다. 이들의 상관관계는 유의수준 0.01수준에서 유의미성을 보이고 있다.

매개변수 중 하나인 자본화율은 상장주식의 거래대금, 즉 증권 유통규모(.841)와 매우 강한 상관관계를 보이고 있는 데 비해 증권발행(.106)과는 상관관계가 매우 낮고 유의미성도 없는 것으로 나타나고 있다.

<표 2> 금융자유화, GDP, 경제성장률, 자본화율, 시가총액회전율, 증권발행, 증권유통 간 상관관계 분석 결과

상관계수

		금융 자유화	GDP(A) (10억원)	경제성장률 (%)	자본화 (B/A)	시가총액 회전율(%)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유통
금융 자유화	Pearson 상관 계수	1	.844**	-.274*	.510**	.691**	.449**	.757**
	유의확률 (양쪽)		.000	.012	.000	.000	.000	.000
	N	84	84	84	84	84	84	84
GDP(A) (10억원)	Pearson 상관 계수	.844**	1	-.291**	.667**	.449**	.245*	.848**
	유의확률 (양쪽)	.000		.007	.000	.000	.025	.000
	N	84	84	84	84	84	84	84
경제성장률 (%)	Pearson 상관 계수	-.274*	-.291**	1	.051	-.070	.075	-.129
	유의확률 (양쪽)	.012	.007		.644	.529	.499	.242
	N	84	84	84	84	84	84	84
자본화 (B/A)	Pearson 상관 계수	.510**	.667**	.051	1	.195	.106	.841**
	유의확률 (양쪽)	.000	.000	.644		.076	.339	.000
	N	84	84	84	84	84	84	84
시가총액 회전율(%)	Pearson 상관 계수	.691**	.449**	-.070	.195	1	.546**	.532**
	유의확률 (양쪽)	.000	.000	.529	.076		.000	.000
	N	84	84	84	84	84	84	84
증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	Pearson 상관 계수	.449**	.245*	.075	.106	.546**	1	.322**
	유의확률 (양쪽)	.000	.025	.499	.339	.000		.003
	N	84	84	84	84	84	84	84
증권유통	Pearson 상관 계수	.757**	.848**	-.129	.841**	.532**	.322**	1
	유의확률 (양쪽)	.000	.000	.242	.000	.000	.003	
	N	84	84	84	84	84	84	84

** . 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

* . 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

이에 비해 시가총액회전율(거래비용 감소율)은 증권 유통규모(.546), 증권 발행규모(.532)에 대해 동시에 높은 상관관계를 보이는 특징이 발견되었다. 이들 상관관계도 0.01수준에서 유의미하였다.

그렇지만, 매개변수들 간의 상관관계, 즉 자본화율과 시가총액회전율 간의 상관관계(.195)는 매우 낮고 유의성도 없었다.

종속변수간의 상관관계를 살펴보면 제도화의 낮은 단계로 설정된 증권 ‘유통’규모와 높은 수준의 증권 ‘발행’규모 간에는 약한 양의 상관관계(.322)가 유의미하게 나타나고 있다.

끝으로 변수들의 설명력을 높이기 위해 선정하였던 통제변수인 경제성장률의 경우 자본화율, 시가총액회전율, 증권 유통 및 발행 규모에 대한 상관관계에 유의미성이 보이지 않은 점은 매우 주목할 만하다고 생각된다.

2. 금융자유화, 자본화율과 시가총액회전률이 자본시장(증권유통과 증권발행)에 미치는 영향에 대한 다중회귀 분석 결과

1) 낮은 제도화 단계(증권유통규모)의 다중 회귀분석 결과

먼저, 증권 유통규모를 종속변수로 할 때 금융자유화(독립변수), 자본화율, 그리고 시가총액회전율(매개변수) 간의 다중회귀 분석 결과를 살펴보자.

증권 유통규모(낮은 수준의 제도화)를 설명하고 예측하는데 있어 설명변량(R^2)을 살펴보면 <표 3>과 같다. 금융자유화만을 단독으로 고려할 때(.572) 금융자유화와 자본화율을 동시에 고려할 때(.852), 그리고 자본화율, 금융자유화, 시가총액회전율 등 3변수를 고려할 때(.875)로서, 변수가 추가됨에 따라 설명변량이 크게 증가하고 있다.

여기서 특이한 점은 금융자유화 조치가 단독으로도 매우 높은 설명력을 갖지만 자본화율이 추가되면서 설명력(.572 → .852)이 크게 증폭되었다는 점이다.

또 하나의 주목할 점은 <표 4>와 같이 자본화율과 증권유통 간의 상관관계도 매우 높은 양의 관계(.841)를 보이고 있다는 사실이다.

<표 3> 선형회귀 분석 결과 종속변수에 대한 설명량

모형요약^d

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정값의 표준오차	통계량 변화량				
					R 제곱 변화량	F 변화량	자유도 1	자유도 2	유의확률 F 변화량
1	.757 ^a	.572	.567	9498.3620	.572	109.720	1	82	.000
2	.923 ^b	.852	.849	1096.6047	.280	153.504	1	81	.000
3	.936 ^c	.875	.871	7978.9513	.023	14.844	1	80	.000

a. 예측값 : (상수), 금융자유화

b. 예측값 : (상수), 금융자유화, 자본화(B/A)

c. 예측값 : (상수), 금융자유화, 자본화(B/A), 시가총액회전율(%)

d. 종속변수 : 증권유통

<표 4> 증권유통, 금융자유화, 자본화율, 시가총액회전율 간의 상관계수

	증권유통	금융자유화	자본화 (B/A)	시가총액 회전율(%)
Pearson 상관				
증권유통	1.000	-	-	-
금융자유화	.757***	1.000	-	-
자본화(B/A)	.841***	.510***	1.000	-
시가총액 회전율(%)	.532***	.691***	.195**	1.000

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

그리고 금융자유화, 자본화율, 시가총액회전율을 독립변수로 하고 증권유통(낮은 수준의 제도화)을 종속변수로 하는 다중 회귀분석을 한 결과로 도출된 비표준 회귀계수는 금융자유화 여부(56498.687), 자본화율(827.516), 시가총액회전율(961.198) 이고 상수는 -118666.2 로 나타났다.

따라서 비표준 회귀방정식은 <표 5>에서 볼 수 있듯이 $YC = -118666.2 + 56498.687 \cdot X C1 + 827.516 \cdot XC2 + 961.198 \cdot X C3 + \epsilon$ 임을 알 수 있다.

또한 변수들 간의 상관관계가 높을 경우에 나타나는 다중 공선성(multicollinearity) 문제는 VIF가 2.662 이하(10이상인 경우 공선성이 높다고 봄)이기 때문에 고려하지 않아도 될 것 같다.

증권유통규모에 대한 표준화 계수를 비교하면, 자본화율(.662), 금융자유화(.269), 시가총액회전율(.218) 순으로 자본화율이 가장 큰 영향을 미치고 있는데 비해, 의외로 시가총액회전율은 미미한 영향을 보이고 있다는 점에서 ‘가설1) 자본화율(매개변수)은 증권유통시장(종속변수)의 제도화에 영향을 미친다.’이 입증된 셈이다. 그 이유를 예측하면, 경제주체들이 자기재산의 Portfolio를 은행예금(현금), 부동산, 유가증권으로 구성하는데, 경제상황 변동으로 증권시장의 전망이 좋아지면 유가증권을 매매하는 횟수가 늘어나게 되고 거래대금(증권유통 규모)이 커지게 된다는 점에 주목할 필요가 있다.

〈표 5〉 다중회귀 분석 결과

계수^a

모형	비표준화 계수		표준화 계수	t	유의확률	공선성 통계량	
	B	표준오차	베타			공차한계	VIF
1 (상수)	29808.967	10988.656		2.713	.008		
금융 자유화	59037.737	15183.010	.757	10.475	.000	1.000	1.000
2 (상수)	81561.396	11091.644		-7.353	.000		
금융 자유화	93088.280	10437.512	.443	8.919	.000	.740	1.351
자본화 (B/A)	769.458	62.105	.615	12.390	.000	.740	1.351
3 (상수)	-118666.2	14064.642		-8.437	.000		
금융 자유화	56498.687	13536.225	.269	4.174	.000	.376	2.662
자본화 (B/A)	827.516	59.339	.662	13.946	.000	.692	1.445
시가총액 회전율(%)	961.198	249.479	.218	3.853	.000	.489	2.047

a. 종속변수 : 증권유통

2) 높은 수준의 제도화에 대한 다중 회귀분석 결과

앞에서 증권유통규모를 종속변수로 하여 회귀분석을 하였는데, 여기서는 증권발행규모(높은 수준의 제도화)를 종속변수로 보고, 금융자유화, 자본화율, 그리고 시가총액회전율 간의 다중 회귀분석을 하여 그 결과를 살펴보기로 한다.

먼저 <표 6>, <표 7>, <표 8>에서 볼 수 있듯이 금융자유화와 증권발행규모간의 회귀분석 결과 설명변량은 R^2 이 .201로 나타났고, 자본화율과 증권발행규모간의 회귀분석 결과 설명변량은 R^2 이 .011로 매우 낮게 나타나고 있다. 시가총액회전율과 증권발행규모간의 설명변량은 R^2 이 .298로 상당한 설명력을 보이고 있다. 앞의 경우 경로분석의 경우에 주로 사용하는 오차 상관계수는 .837로 나타나고 있다.

<표 6> 금융자유화와 증권발행간의 회귀분석 결과

모형 요약^b

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정값의 표준오차	통계량 변화량				
					R 제곱 변화량	F 변화량	자유도1	자유도2	유의확률 F 변화량
1	.449 ^a	.201	.192	3366.2896	.201	20.661	1	82	.000

- a. 예측값 : (상수), 금융 자유화
- b. 종속변수 : 증권발행 (a+b+c+d) (10억원)

<표 7> 자본회율과 증권발행간의 회귀분석 결과

모형 요약^b

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정값의 표준오차	통계량 변화량				
					R 제곱 변화량	F 변화량	자유도1	자유도2	유의확률 F 변화량
1	.106 ^a	.011	-.001	3745.5274	.011	.924	1	82	.339

- a. 예측값 : (상수), 자본회 (B/A)
- b. 종속변수 : 증권발행 (a+b+c+d) (10억원)

<표 8> 시가총액회전율과 증권발행간의 회귀분석결과

모형 요약^b

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정값의 표준오차	통계량 변화량				
					R 제곱 변화량	F 변화량	자유도1	자유도2	유의확률 F 변화량
1	.546 ^a	.298	.289	3156.1585	.298	34.786	1	82	.000

- a. 예측값 : (상수), 시가총액 회전율(%)
- b. 종속변수 : 증권발행 (a+b+c+d) (10억원)

독립변수를 금융자유화, 자본화율, 시가총액 회전율 3가지로 하여 증권 발행규모와 다중 회귀분석을 한 결과에서는 <표 9>와 같이 설명변량이 시가총액회전율을 추가되면서(.222→.312)로 높아지고 있는 데, 이는 자본화율을 추가할 때 (.201→.222)에 비해 증가폭이 커졌다고 할 수 있다.

<표 9> 금융자유화, 자본화율, 시가총액 회전율, 증권발행간의 회귀분석결과

모형요약^d

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정값의 표준오차	통계량 변화량				
					R 제곱 변화량	F 변화량	자유도1	자유도2	유의확률 F 변화량
1	.449 ^a	.201	.192	3366.2896	.201	20.661	1	82	.000
2	.471 ^b	.222	.203	3343.2179	.021	2.136	1	81	.148
3	.558 ^c	.312	.286	3164.1404	.090	10.428	1	80	.002

- a. 예측값 : (상수), 금융자유화
- b. 예측값 : (상수), 금융자유화, 자본화(B/A)
- c. 예측값 : (상수), 금융자유화, 자본화(B/A), 시가총액회전율(%)
- d. 종속변수 : 증권발행(a+b+c+d)(10억원)

그리고 <표 10>과 같이 금융자유화와 증권발행 규모 간의 상관관계(.449), 시가총액회전율과 증권발행 규모 간의 상관관계(.518)로 뚜렷한 양의 관계를 유지하고 있고 유의성을 보이고 있다. 그러나 자본화율과 증권 발행규모 간의 유의미한 상관관계는 나타나지 않는 특이점이 발견되었다.

<표 10> 증권발행, 금융자유화, 자본화율, 시가총액 회전율간의 상관관계

		증권발행 (C+D+E)	금융 자유화	자본화 (B/A)	시가총액 회전율(%)
Pearson 상관	증권발행 (C+D+E)	1.000	-	-	-
	금융 자유화	.449***	1.000	-	-
	자본화 (B/A)	.106	.510***	1.000	-
	시가총액 회전율(%)	.518***	.691***	.195**	1.000

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

끝으로 아래 <표 11>에서 볼 수 있듯이 비표준 회귀계수는 시가총액회전율 외에 금융자유화 여부 및 자본화율은 유의미성이 없는 것으로 나타나고 있다.

<표 11> 증권발행, 금융자유화, 자본화율, 시가총액 회전율간의 회귀계수 계수^a

모형	비표준화 계수		표준화 계수	t	유의 확률	B에 대한 95% 신뢰구간		공선성 통계량	
	B	표준오차	베타			하한값	상한값	공차한계	VIF
1 (상수)	758.842	532.257		1.426	.158	-299.987	1817.671		
	금융 자유화	3342.769	735.419	.449	4.545	.000	1879.787	4805.752	1.000
2 (상수)	1827.492	902.308		2.025	.046	32.182	3622.801		
	금융 자유화	3975.585	849.094	.534	4.682	.000	2286.154	5665.015	.740
자본화 (B/A)	-7.383	5.052	-1.67	-1.461	.148	-17.436	2.669	.740	1.351
	3 (상수)	-763.486	1171.768		-.652	.517	-3095.378	1568.406	
금융 자유화	1420.580	1127.743	.191	1.260	.211	-823.701	3664.861	.376	2.662
자본화 (B/A)	-3.329	4.944	-.075	-.673	.503	-13.167	6.509	.692	1.445
시가총액 회전율(%)	67.119	20.785	.429	3.229	.002	25.756	108.482	.489	2.047

a. 종속변수 : 증권발행
(a+b+c+d)
(10억원)

따라서 시가총액회전을 만을 고려한 비표준 회귀 방정식은 <표 12>와 같이 $YC = -1514.667 + 85.467 \cdot XC3 + \varepsilon$ 로 간단해 진다.

여기에서 시가총액회전율(거래비용)만이 증권발행규모에 영향을 미치고 있다는 사실은 ‘가설2) 시가총액회전율(매개변수)은 증권발행시장 제도화에 영향을 미친다’가 타당하다는 것을 입증한다.

여기에 더하여 ‘가설3) 자본화율 보다는 시가총액회전율의 증가(거래비용 감소)가 자본시장을 통한 기업들의 자본조달을 활성화하는 데 기여하는 정도가 크다’ 는 점도 그 타당성을 어느 정도 입증한다고 본다.

이는 North의 주장처럼 거래비용의 변화가 제도변화를 초래한다는 사실이 우리의 자본시장의 선진화에서도 발견되었다고 해석할 수 있을 것이다.

위와 같은 결과가 나온 이유는, 각종 사업자금을 필요로 하는 기업들이 과거에는 일반은행(loan market)에서 담보를 제공하고 이자를 지불하면서 간접적으로 자금을 조달하였으나, 자본시장 활성화 이후에는 자본(증권)시장(capital market)을 통해서 직접 자금을 조달하는 방식, 즉 증권발행을 통해 자금을 조달하는 것을 더 선호하게 되었다는 것이다. 기업들이 대규모 장기자금을 마련하는데 다수의 소액 저축자나 투자자들을 직접 만나서 상대하기 보다는 증권시장을 통해서 한꺼번에 주식을 상장하는 방식으로 자금을 모으는 데서 이런 결과가 나온 것으로 생각된다.

또 다른 이유는 주가상승에 따른 기업자산의 증식도 중요한 유인요인으로 작용하였을 것으로 추정된다.

<표 12> 시가총액회전율과 증권발행규모간의 회귀계수

계수^a

모형	비표준화 계수		표준화 계수	t	유의확률	공선성 통계량	
	B	표준오차	베타			공차한계	VIF
1 (상수)	-1514.667	764.327		-1.982	.051		
시가총액회전율(%)	85.467	14.491	.546	5.898	.000	1.000	1.000

a. 종속변수 : 증권발행
(a+b+c+d)
(10억원)

3) 변수간의 경로분석을 통한 자본시장의 제도화(증권유통 → 증권발행) 검증

위에서 분석한 결과 그리고 아래의 금융자유화와 자본화율 및 시가총액회전을 간의 회귀 분석 결과를 종합하여, 변수간의 경로계수를 도출하면 하단의 <표 13>과 같다.

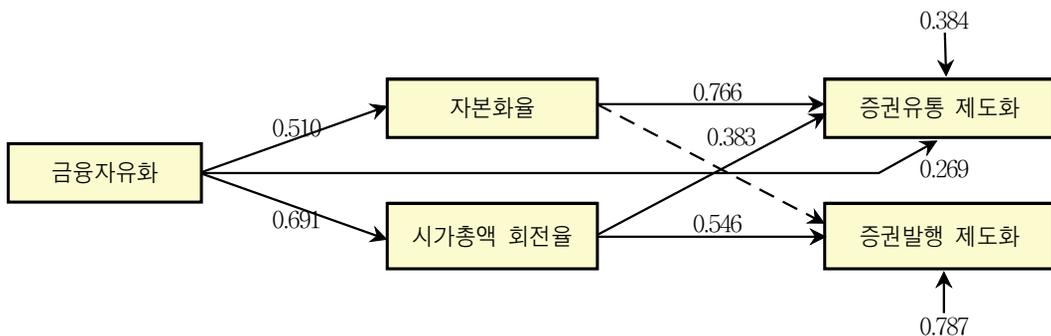
금융자유화와 자본화율간의 회귀분석 결과 표준화 계수가 .510이고 금융자유화와 시가총액회전율간의 회귀분석 결과 표준화 계수는 .691이 나오고 있다.

그리고 자본화율과 시가총액회전율을 독립변수로 하여 증권유통규모(종속변수)간의 회귀 분석을 한 결과 표준화 계수가 각각 .766과 .383으로 나왔다. 자본화율과 시가총액회전율을 종속변수인 증권발행규모간의 회귀분석을 실시한 결과 시가총액회전율과 증권발행 간에만 유의미한 결과 .546이 도출되었다. <표 13>에서 자본화율이 증권발행에 영향을 미치지 못하기 때문에 점선으로 표시하였다.

여기에서 밝혀진 중요한 사실은 매개변수인 자본화율이 증권발행 제도화에 미치는 영향은 거의 없고, 시가총액회전율은 증권발행 제도화에 많은 영향을 미치는 것으로 분석되었다는 점이다.

전체적으로 볼 때, 금융자유화가 매개변수인 자본화율 확대와 시가총액회전율을 높여서(즉 거래비용을 낮추어서) 자본시장(증권시장)을 변화시켰다. 다시 말해, 금융자유화는 시가총액회전율을 높이는데 더 기여하고 있고, 시가총액회전율은 증권발행시장에 더 큰 영향을 미친다는 점을 발견할 수 있다. 이는 금융자유화 정책이 자본시장의 구조를 유가증권 유통 중심시장에서 유가증권 발행 중심시장으로 선진화시키는데 기여하고 있다는 것을 의미한다. 따라서 이 연구의 ‘대가설) 금융자유화 정책의 확대가 자본시장의 제도화에 긍정적(+인 영향을 미친다’는 것이 일정부분 검증되었다고 할 수 있다.

<표 13> 변수들 간의 경로계수



3. 경제성장률(통제변수)이 자본시장의 제도화에 미치는 영향분석

자본시장의 제도화에 영향을 미치는 변수들의 설명력에 대한 타당성을 높이기 위해 선정된 통제변수로서 경제성장률은 증권시장에 미치는 영향이 미미한 것으로 나타났다.

<표 14>에서 알 수 있듯이 경제성장률 그리고 증권 '유통'과 '발행' 규모 사이의 상관관계는 유의미성이 없는 것으로 나타나고 있다.

<표 14> 경제성장률, 증권발행, 증권유통 간의 상관관계

상관계수

		경제성장률 (%)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유통
경제성장률 (%)	Pearson 상관계수	1	.075	-.129
	유의확률 (양쪽)		.499	.242
	N	84	84	84
증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	Pearson 상관계수	.075	1	.322**
	유의확률 (양쪽)	.499		.003
	N	84	84	84
증권유통	Pearson 상관계수	-.129	.322**	1
	유의확률 (양쪽)	.242	.003	
	N	84	84	84

** 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

VI. 결론 및 정책학적 시사점

이 연구는 거시적인 통계분석을 통해서 가설을 검증하는 방식에 의존하였다. 따라서 <그림 4>에서 제시한 바 있는 매개변수로서 제도학습(또는 정책학습)은 미시적으로 접근하여 설문조사나 인터뷰를 통해서 밝혀야 할 사항이라는 점에서 이 글에서는 다루지 못하였다는 한계를 인정한다.

이 연구의 가설들은 통계적 분석을 통해서 검증되었다. 자본시장의 증권 유통규모를 종속 변수로 하여 금융자유화(독립변수), 자본화율, 그리고 시가총액회전율(매개변수) 간의 다중회

귀 분석 결과인 증권유통규모에 대한 표준화 계수를 비교하면, 자본화율(.662), 금융자유화(.269), 시가총액회전율(.218) 순으로 자본화율이 가장 큰 영향을 미치고 있는데 비해, 의외로 시가총액회전율은 미미한 영향을 보이고 있다는 점에서 ‘가설1) 자본화율(매개변수)은 증권유통시장(종속변수)의 제도화에 영향을 미친다.’는 점이 입증되었다.

증권발행규모를 종속변수로 보고, 금융자유화, 자본화율, 그리고 시가총액회전율 간의 다중회귀분석을 한 결과, ‘가설2) 시가총액회전율(매개변수)은 증권발행시장 제도화에 영향을 미친다’가 타당하다는 것이 입증되었다.

또한, ‘가설3) 자본화율 보다는 시가총액회전율의 증가(거래비용 감소)가 자본시장을 통한 기업들의 자본조달을 활성화하는 데 기여하는 정도가 크다’는 점도 어느 정도 입증되었다.

끝으로 변수간의 경로분석을 통해서 금융자유화는 시가총액회전율을 높이는데 더 기여하고 있고, 시가총액회전율은 증권발행시장에 더 큰 영향을 미친다는 점을 발견할 수 있다. 이는 자본시장의 제도화(유가증권 유통 중심시장 → 유가증권 발행 중심시장으로 선진화)가 이루어지고 있다는 것을 의미한다. 다시 말해, 대가설) 금융자유화 정책의 확대가 자본시장의 제도화에 긍정적(+)인 영향을 미친다는 사실이 일정부분 검증되었다고 평가할 수 있다.

결론적으로 이 연구에서 ‘자본시장의 거시적 총량적인 통계’를 분석한 결과와 이를 통한 가설의 타당성 입증은, 신제도주의 경제학자인 North가 주장한 ‘거래비용 또는 재산권 변화에 의해 제도가 변동된다(제도화)’이론을 우리의 자본시장의 제도화(선진화)에도 적용할 수 있다는 가능성 즉, North 이론의 현실 적실성을 일정부분 확인한데에 의미를 찾을 수 있을 것이다.

이 연구 결과를 토대로 정책을 다루는 정책학자, 정치인, 행정인들에게 몇 가지 제언을 한다면 다음과 같다.

첫째, 정책의 설계, 정책 결정과 집행 과정에 있어, 민주주의 다수결 원칙에 의해 정책을 확정할 때, 시장에서 경제주체들이 그 정책에 대해 어떻게 반응할 것인가를 염두에 두어야 한다.

둘째, 정치지도자들의 철학과 가치가 반영된 정책이라고 하더라도 이 정책의 기본방향이 세상 돌아가는 이치 또는 시장경제의 원리에 맞지 않을 경우 그 정책은 성공하기 힘들다는 것이다.

셋째, 정책학 연구에 있어 정치경제학적인 관점, 더 나아가 제도주의적인 시각에서 정책현상을 연구할 필요가 있다는 것이다. 정책연구에 있어서 현장 적합성과 이론적 적실성을 높이기 위해서는 ‘정부가 사회문제 해결을 위해서 기본방침으로 정해진 정책을 시행할 때 그 영향력이 어떻게 관련제도에 스며들어 제도화(또는 제도변동)가 이루어지는가?’에 대한 경험적인 연구가 있어야 한다고 생각한다.

특히, 최근에 관심을 갖기 시작한 제도화(institutionalization) 개념을 정책학에 반영하는 노력이 필요하다고 하겠다. 정책과 제도화간의 관계를 규명하는 이론을 정립하여 현실적인 정책상황을 정확하게 진단하고, 이를 토대로 적실성 있는 정책대안을 도출하는 데 도움이 되어야한다는 것이다.

【 참고문헌 】

- 권기현. (2009). 정책학. 박영사.
- 권오승. (1999). 경제법. 법문사.
- 김건식. (2002). 증권거래법. 두성사.
- 김성태 · 이회동. (2008). 자본시장통합법, 한스미디어.
- 김형태외 6인. (2002). 증권회사의 경영전략. 한국증권연구원 조사보고서 02-05.
- 서울대 정치학과 교수 공저. (2007). 정치학의 이해. 박영사.
- 선학태. (2005). 민주주의상생정치. 다산출판사.
- 자산운용협회, (2008). 법규 1 (증권거래법), 법규 2 (간접투자자산운용법), 윤리.
- 조홍식. (2007). 민주주의와 시장주의, 박영사.
- 정용덕 외. (1999). 합리적 선택과 신제도주의. 문화사.
- 정용덕 외. (1999). 신제도주의 연구. 대영문화사. pp.124-127.
- 정윤모 외 6인. (2003). 증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 2 한국증권연구원.
- 정정길. (1997). 정책학 원론. 대명출판사.
- 최병선. (2004). 정부규제론. 비봉출판사.
- 한국증권업협회. (2008). 자본시장통합법해설서.
- 한국은행. (2000). 알기 쉬운 경제 지표 해설.
- 한국증권업협회. (2008). 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 편람.
- 김난도. 신제도경제학의 제조개념과 정책연구. 한국행정학회보 제6권 제1호.
- 김선명. (2003). 한국 금융제도의 경로의존성에 관한 연구. 한국행정학회보 제9권 제3호 김한아. 금융 자유화 및 금융발달과 경제성장간의 관계. KDIC 금융연구. 제4권 제2호.
- 유재원 · 김태준. (2004). 한국의 금융·자본 자유화가 금융·외환위기에 미친 영향에 대한 실증분석. 국제통상연구 제9권 제3호.
- 유철규. (1996). OECD가입과 금융산업 개편의 종결. 동향과 전망.
- 사공영호. (2008). 조직의 제도화 메커니즘, 한국정책학회 하계학술대회 발표 논문.
- 신선우. (2004. 6). 금융자유화, 금융발전 및 경제성장간의 관계분석. 지역개발연구 제36권 제1호.
- 정진민. (2008). 정당정치의 제도화와 한국 정당의 과제. 한국정치연구 제17집 제2호.
- Hayek. (1982). Law, Legislation, and Liberty: Rules and Order.
- Mantzavinos. (2001). Individuals, Institutions, and Markets. Cambridge University Press.
- North, D. (1990). Institutions, Institutional change and Economic Performance. Cambridge University Press.

- Parsons, W. (2003). *Public Policy : An Introduction to the Theory and Practice of Policy Analysis*. Edward Elgar.
- Tolbert, Pamela and Zucker, Lynne (1996). 'The Institutionalization of Institution Theory' in *Handbook of Organization Studies*, edited by Stewart R. Clegg et al. : Sage Publication.
- Zysman, John. (1983). *Governments, Markets, and Growths : Financial System and the Politics of Industrial Change*. Ithaca : Cornell University Press.
- Williamson. (1985). *The Economic Institution of Capitalism*.
- Coase. (1998). The New Institutional Economics. *The American Economic Review*, Vol. 88: 2.

별첨자료

<자본시장 통계>

(단위 : 10억원, %)

연분기	금융 자유화	GDP(A) (10억원)	경제 성장률 (%)	자본화 (B/A)	시기총액 (코스피+코스닥) (10억원)	시기총액 회전율(%)	신규상장 금액(a) (10억원)	유상증자(b) (10억원)	CB(c) (10억원)	BW(d) (10억원)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유동
1988/1	0	32,682.0	4.8	98.2	32,109.4	42	233.1	121.8	0.2	0.0	355.1	12,574.4
1988/2	0	33,118.3	-0.1	126.6	41,911.8	32	743.9	1,389.9	17.7	0.0	2,151.5	11,766.1
1988/3	0	35,049.4	3.5	128.8	45,139.9	25	389.9	923.7	6.7	0.0	1,320.3	10,805.7
1988/4	0	36,261.9	2.0	178.0	64,543.7	41	313.2	504.8	10.5	0.0	828.5	22,974.1
1989/1	0	36,588.9	0.4	196.7	71,963.6	37	105.8	158.3	28.1	0.0	292.2	24,558.8
1989/2	0	37,501.8	1.2	173.9	65,204.3	24	162.2	877.0	16.2	0.0	1,055.4	16,825.9
1989/3	0	39,177.0	2.8	238.1	93,275.5	28	3,608.0	639.2	21.9	0.0	4,269.1	22,606.4
1989/4	0	41,485.6	2.9	230.1	95,476.8	19	908.7	524.4	55.0	0.0	1,488.1	17,208.5
1990/1	0	43,505.6	2.1	210.0	91,371.4	18	103.6	535.5	47.2	0.0	686.3	17,314.2
1990/2	0	45,380.0	1.4	171.7	77,933.4	15	107.3	174.3	15.0	0.0	296.6	12,051.1
1990/3	0	48,192.8	2.8	139.3	67,128.4	11	212.0	236.4	2.6	0.0	451.0	7,807.2
1990/4	0	49,612.5	1.6	159.3	79,019.7	21	0.0	207.3	11.9	0.0	219.2	16,202.0
1991/1	0	52,951.8	2.9	144.0	76,240.7	17	239.4	106.4	14.7	0.0	360.5	12,775.7
1991/2	0	55,381.3	2.3	128.2	70,976.9	9	128.6	212.4	8.8	0.0	349.8	6,718.8
1991/3	0	57,620.1	2.2	145.5	83,858.9	32	14.9	256.9	20.7	0.0	292.5	25,930.1
1991/4	0	60,054.4	1.8	121.8	73,117.8	21	16.0	268.9	46.0	0.0	330.9	17,140.4
1992/1	0	62,075.7	1.5	118.6	73,606.1	29	81.2	380.6	59.4	0.0	521.2	22,392.8
1992/2	0	64,008.1	1.2	132.3	84,711.9	23	28.5	166.9	57.8	0.0	253.2	22,392.8
1992/3	0	65,044.8	-0.1	130.2	84,711.9	23	0.0	243.5	3.7	0.0	247.2	22,392.8
1992/4	0	66,396.7	1.3	127.6	84,711.9	23	5.0	262.2	6.8	0.0	274.0	22,392.8

연분기	금융 자유화	GDP(A) (10억원)	경제 성장률 (%)	자본화 비율(B/A)	시가총액(B) (코스피+코스닥) (10억원)	시가총액 회전율(%)	신규상장 금액(a) (10억원)	유상증자(b) (10억원)	CB(c) (10억원)	BW(d) (10억원)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유동
1993/1	0	68,865.5	1.8	163.6	112,665.3	46	98.7	220.9	7.8	0.0	327.4	33,332.2
1993/2	0	71,826.6	2.2	156.9	112,665.3	46	0.0	202.5	6.6	0.0	209.1	52,388.6
1993/3	0	73,708.2	1.8	152.9	112,665.3	46	16.6	406.2	17.0	0.0	439.8	24,475.2
1993/4	0	76,275.3	1.8	147.7	112,665.3	46	0.0	310.0	47.3	0.0	357.3	59,722.2
1994/1	0	79,936.4	2.1	145.2	116,046.0	49	47.8	227.2	23.6	0.0	298.6	57,063.1
1994/2	0	83,048.8	1.9	154.6	128,362.0	39	657.0	689.4	23.6	0.0	1,370.0	49,723.7
1994/3	0	86,466.6	2.1	169.4	146,434.0	34	554.6	501.0	32.1	0.0	1,087.7	49,085.9
1994/4	0	90,756.5	3.4	166.6	151,217.0	49	84.5	725.4	148.4	0.0	958.3	73,899.3
1995/1	0	93,982.2	1.8	146.5	137,696.0	27	151.8	756.9	193.8	0.0	1,102.5	37,650.1
1995/2	0	98,340.7	1.8	137.8	135,476.0	18	0.0	568.7	81.1	0.0	649.8	24,486.5
1995/3	0	102,548.3	2.6	149.0	152,812.0	32	159.2	443.7	60.3	0.0	663.2	48,356.1
1995/4	0	103,966.5	1.2	135.8	141,154.0	23	333.3	378.6	40.3	0.3	752.5	32,421.4
1996/1	0	108,155.4	1.8	129.2	139,784.0	20	371.0	358.4	91.1	0.6	821.1	27,789.0
1996/2	0	110,873.9	1.4	120.7	133,799.0	37	0.0	268.5	28.1	3.2	299.8	49,635.3
1996/3	0	113,880.1	1.9	117.1	133,314.0	23	953.3	434.6	12.9	7.4	1,408.2	30,084.7
1996/4	0	115,687.1	1.6	101.5	117,370.0	30	1,250.9	370.4	67.2	0.0	1,688.5	35,133.3
1997/1	0	116,878.3	0.1	111.6	130,469.0	29	107.0	157.4	123.6	0.0	388.0	37,057.5
1997/2	0	121,680.2	2.3	119.4	145,245.0	35	69.2	137.2	137.0	0.0	343.4	49,946.0
1997/3	0	124,188.2	0.8	104.7	129,983.0	29	188.3	448.5	176.2	6.5	819.5	37,189.2
1997/4	0	128,388.0	-0.4	60.8	78,058.0	49	38.1	234.9	53.1	0.0	326.1	38,088.9
1998/1	1	123,768.3	-7.8	81.9	101,411.0	55	7.2	3,813.2	110.1	0.0	3,930.5	55,102.7
1998/2	1	119,703.9	-0.8	55.4	66,326.0	39	0.0	2,492.8	52.2	0.0	2,545.0	25,834.1
1998/3	1	119,298.9	0.5	58.3	69,532.0	44	0.0	1,566.0	52.9	0.0	1,618.9	30,576.2
1998/4	1	121,331.7	2.6	120.0	145,637.0	56	1,448.8	4,528.8	88.1	0.1	6,065.8	81,332.2

연분기	금융 자유화	GDP(A) (10억원)	경제 성장률 (%)	자본화 비율(B/A)	시가총액(B) (코스피+코스닥) (10억원)	시가총액 회전율(%)	신규상장 금액(a) (10억원)	유상증자(b) (10억원)	CB(c) (10억원)	BW(d) (10억원)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유동
1999/1	1	125,579.4	2.9	137.8	173,001.0	60	168.3	6,529.4	621.6	44.2	7,363.5	102,398.3
1999/2	1	129,488.6	3.2	217.2	281,195.0	77	1,206.9	7,901.2	549.2	81.4	9,738.7	208,871.1
1999/3	1	135,033.6	2.3	214.5	289,703.0	105	922.9	4,617.0	512.7	115.1	6,167.7	288,314.9
1999/4	1	139,398.0	2.9	321.5	448,208.0	78	2,179.2	4,076.4	332.4	39.0	6,627.0	267,339.2
2000/1	1	148,240.4	3.4	255.3	378,391.0	119	2,697.8	4,770.3	358.0	56.5	7,882.7	222,655.2
2000/2	1	149,122.1	0.3	239.2	356,677.0	92	869.6	2,548.1	100.9	18.7	3,537.4	163,131.5
2000/3	1	153,010.0	1.6	175.7	268,898.0	91	2,155.2	829.7	84.3	15.9	3,085.1	136,082.6
2000/4	1	152,863.5	-0.9	140.8	215,222.0	85	875.4	1,545.4	411.7	41.6	2,874.1	105,263.6
2001/1	1	159,920.7	2.0	143.3	229,136.0	114	2,350.8	5,808.9	109.8	40.0	8,309.6	126,779.0
2001/2	1	162,426.5	1.0	163.3	265,313.0	91	929.3	553.8	122.8	27.6	1,633.5	118,254.0
2001/3	1	165,037.6	1.2	125.6	207,356.0	79	2,205.3	3,511.8	60.8	45.7	5,823.6	93,143.5
2001/4	1	164,030.5	0.2	187.5	307,614.0	81	2,156.1	1,854.8	520.9	26.2	4,558.1	153,188.9
2002/1	1	175,290.2	3.8	232.9	408,299.0	85	492.2	8,333.4	430.3	96.2	9,352.0	237,498.2
2002/2	1	179,592.2	1.7	192.9	346,408.0	81	5,406.7	1,280.5	21,820.2	224.2	28,731.6	198,420.4
2002/3	1	181,003.7	1.3	166.5	301,358.0	70	562.3	1,861.7	643.2	132.4	3,199.6	159,774.2
2002/4	1	184,652.9	1.0	160.3	296,084.0	67	390.4	1,206.6	379.6	4.7	1,981.3	146,457.3
2003/1	1	187,856.6	-0.5	135.2	253,979.0	61	162.0	1,142.0	272.0	15.5	1,591.5	104,571.3
2003/2	1	189,357.6	0.1	169.4	320,732.0	71	245.9	1,540.6	259.3	67.7	2,113.6	143,663.0
2003/3	1	191,643.2	1.5	173.3	332,180.0	65	676.2	922.2	61.3	27.8	1,687.5	141,024.1
2003/4	1	198,256.3	2.6	198.1	392,738.0	54	2,313.3	5,760.9	1,200.4	644.6	9,919.2	158,250.6
2004/1	1	202,948.4	1.0	209.5	425,118.0	48	263.1	1,605.7	795.3	18.9	2,683.0	158,001.9
2004/2	1	206,035.3	0.7	184.4	379,971.0	52	1,111.3	551.3	287.0	171.7	2,121.2	151,445.1
2004/3	1	208,381.1	0.4	198.6	413,774.0	34	2,197.9	2,753.0	17.2	16.3	4,984.5	110,484.8
2004/4	1	209,528.0	0.5	211.8	443,737.0	38	252.6	834.7	125.8	19.9	1,233.0	135,863.4

연분기	금융 자유화	GDP(A) (10억원)	경제 성장률 (%)	자본화 비율(B/A)	시기총액(B) (코스피+코스닥) (10억원)	시기총액 회전율(%)	신규상장 금액(a) (10억원)	유상증자(b) (10억원)	CB(c) (10억원)	BW(d) (10억원)	증권발행 (a+b+c+d) (10억원)	증권유동
2005/1	1	211,532.3	0.9	230.9	488,333.0	53	507.1	1,231.5	229.1	31.1	1,998.8	168,544.9
2005/2	1	213,993.7	1.5	240.0	513,572.0	43	203.4	529.3	65.7	36.3	834.7	131,396.2
2005/3	1	218,175.4	1.6	286.3	624,542.0	52	280.0	316.3	78.7	70.2	745.2	217,507.3
2005/4	1	221,539.4	1.1	327.7	725,973.0	59	1,268.6	579.8	620.8	236.5	2,705.6	268,809.4
2006/1	1	223,186.0	1.7	328.3	732,732.0	58	2,111.5	634.6	294.1	78.9	3,119.1	282,089.5
2006/2	1	224,556.0	0.6	310.4	696,910.0	46	199.1	586.1	118.4	53.2	956.9	222,341.8
2006/3	1	228,666.2	1.6	324.6	742,362.0	34	226.1	597.4	48.0	164.1	1,035.7	170,011.0
2006/4	1	232,335.7	0.6	334.3	776,725.0	36	345.1	533.5	123.2	75.9	1,077.7	175,047.3
2007/1	1	236,761.0	1.5	334.9	792,893.0	38	460.4	968.5	109.5	68.9	1,607.3	186,666.1
2007/2	1	241,065.7	1.5	399.9	963,924.0	50	1,232.5	673.0	156.2	89.5	2,151.2	346,529.5
2007/3	1	244,823.3	1.3	441.1	1,080,028.0	48	1,042.0	766.1	151.4	89.6	2,049.1	392,767.4
2007/4	1	252,363.1	1.3	416.8	1,051,763.0	53	208.3	1,127.0	67.1	87.8	1,490.3	436,791.5
2008/1	1	254,388.0	1.1	375.1	954,203.0	41	1,120.7	658.5	62.8	42.0	1,884.0	306,679.5
2008/2	1	260,317.5	0.4	359.8	936,730.0	44	1,557.4	910.2	105.3	67.9	2,640.9	327,039.7
2008/3	1	259,054.3	0.2	310.3	803,914.0	47	393.9	810.8	63.6	74.5	1,342.8	302,899.4
2008/4	1	250,177.9	-5.1	249.0	623,013.0	67	2,500.0	832.7	86.1	53.7	3,472.5	350,413.1